Die konjunkturpolitischen Möglichkeiten der Bank von England

in der Vor- und Nachkriegszeit

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde
der Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität München.

vorgelegt von

Rudolf Eber
Diplom-Volkswirt
aus
München.

1938

Pilger-Druckerei G. m. b. H., Speyer a. Rh.

Referent: Geh.-Rat Prof. Dr. Adolf Weber.

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Meinen Eltern!

Inhaltsverzeichnis.

Seite

Einleitung 5

I. Teil:
Theoretische Vorbemerkung über Konjunktur- und Kreditpolitik 7

1. Wesen und Aufgabe der Konjunkturpolitik . . . 7

2. Mittel und Grenzen der Kreditpolitik 16

II. Teil:
Die Konjunkturpolitik der Bank von England in der Vorkriegszeit 23

1. Die Bank von England am heimischen Kreditmarkt
a) Goldautomatismus als ordnendes Prinzip des Geldmarktes 23

b) Die Kontrollmöglichkeiten der Bank von England über das kurzfristige Kreditvolumen: Einreserve-System 40

2. Das Verhältnis der Bank von England zu Staat und Ausland 45

III. Teil:
Die Konjunkturpolitik der Bank von England in der Nachkriegszeit 50

1. Autonome Diskont- und Offene Markt-Politik . . 50

2. Das Vorrücken der Bank von England am Kapitalmarkt 69

a) Maßnahmen der Sanierung 76

b) Maßnahmen zum Aufbau einer zweckmäßigen Kapitalmarktorganisation 79

Schlußwort 84

Literaturverzeichnis 85

Einleitung.

Die Währungspolitik der Bank von England hat sich in der Nachkriegszeit so sehr gewandelt, daß für diesen Vorgang das Schlagwort geprägt wurde, die Bank von England sei aus einer Währungsbank zur Wirtschaftsbank geworden. Die entscheidende Zäsur in der Entwicklung der Bank von England, die im allgemeinen so sehr von der Rücksichtnahme auf ihre alte Tradition beeinflußt ist, fällt nach außen hin wohl in das Jahr 1931, in dem England vom Goldstandard abging. Von da ab beginnt die Bank von England ihre kreditpolitischen Mittel in den Dienst einer aktiven Konjunkturpolitik zu stellen. Die Wurzeln dieser Autonomie reichen jedoch viel weiter zurück. Sie liegen in dem Strukturwandel, der sich mit dem Einsatz der Kriegsfinanzierung innerhalb der englischen Kreditverfassung vollzog und in dem völligen Versagen des Goldmechanismus infolge der tiefgreifenden Störungen, die Krieg und fehlerhafte Nachkriegspolitik in dem empfindlichen Organismus der Weltwirtschaft insbesondere auf kreditärem Gebiet hervorgerufen haben.

Den Weg und das Ziel der heutigen, durchaus auf binnenwirtschaftliche Entwicklung abgestellten Kreditpolitik der Bank von England hat Mc Kenna im Jahre 1934 in einer auf der Generalversammlung der Midland Bank im Jahre 1934 gehaltenen Rede folgendermaßen zusammengefaßt[1]):

„Im Juni 1933 wurde bei Beendigung der Weltwirtschaftskonferenz eine Erklärung veröffentlicht, die für die Währungspolitik von allergrößter Bedeutung ist. Ich meine die Declaration of Monetary Policy of the Empire, die von den Bevollmächtigten fast aller Teile des britischen Weltreiches, sowie von dem britischen Finanzminister unterzeichnet wurde. Mit dieser Deklaration ging man im Prinzip zu dem System einer elastischen Währungspolitik über, mit dem Ziel, ein stabiles Preis-Niveau aufrecht zu erhalten.

---

[1]) Vgl. Economist v. 3. 2. 1934, S. 257; Wiedergabe der Rede v. 26. 1. 1934.

Es wurde nicht für zweckmäßig erachtet, das gewünschte Preis-Niveau ziffernmäßig starr zu formulieren. Vielmehr wurde ein Preis-Niveau ins Auge gefaßt, das geeignet sei, die normale Betätigung in allen Wirtschaftszweigen wieder herzustellen, das die wirtschaftliche Rentabilität der Erzeugung von Rohstoffen sicherstelle und das ausreichend sei, um die Last der Schulden und sonstigen Unkosten mit der Leistungsfähigkeit der einzelnen Unternehmungen in Übereinstimmung zu bringen.

Diese Deklaration wird sich in Zukunft als das größte und wichtigste Währungsbekenntnis erweisen, das die Welt bisher gesehen hat. Sie bedeutet einen ungeheuren Fortschritt in dem Verständnis, das die öffentliche Meinung den Grundfragen des Wirtschaftslebens entgegenbringt. Das allgemeine Preis-Niveau wird als Maßstab für den Geldwert und für die Wertbeständigkeit des Geldes, also für die Stabilität der Währung anerkannt. Die Aufrechterhaltung dieses Geldwertes ist der eigentliche Inhalt und Zweck unserer Währungspolitik."

In den folgenden Ausführungen soll in 2 Teilen dargelegt werden:

1. inwieweit die Bank von England vor dem Krieg auf Grund ihrer Struktur und auf Grund des Systems der englischen Kreditverfassung in der Lage war, aktiv in den Ablauf der Konjunktur einzugreifen,
2. inwieweit sich in der Nachkriegszeit die Grundlagen ihrer Kreditpolitik geändert haben und welche Maßnahmen die Bank von England ergriffen hat, um sowohl auf dem Geldmarkt, als auch auf dem Kapitalmarkt eine autonome Konjunkturpolitik durchzusetzen.

Den beiden Hauptteilen wird ein theoretischer Teil vorangestellt, in dem gewissermaßen als Leitlinie für die der Praxis entnommene Darstellung die Gesichtspunkte gewürdigt werden, nach denen der Einsatz kreditpolitischer Maßnahmen zur Steuerung des Wirtschaftsablaufs zu erfolgen hat. Dabei gilt es besonders die Grenzen aufzuweisen, die allgemein der von der Notenbank betriebenen Konjunkturpolitik sowohl von der Finanztechnik als auch von der Wirtschaftstheorie her gezogen sind.

I. Teil.

Theoretische Vorbemerkung über Konjunktur- und Kreditpolitik.

1. Wesen und Aufgabe der Konjunkturpolitik.

Über die Aufgaben und Ziele der Konjunkturpolitik im allgemeinen und der Kreditpolitik im besonderen werden in der Literatur so grundverschiedene Meinungen vertreten, daß es wohl erforderlich ist, den Ausführungen über die Konjunkturpolitik der Bank von England eine kurze begriffliche Vorarbeit voranzustellen. In den folgenden beiden Kapiteln, in denen das Problem der Konjunkturpolitik der Zentralnotenbank vom rein theoretischen Standpunkt aus betrachtet werden soll, ist zunächst die Frage zu untersuchen, wie sich Geldmarkt und Kapitalmarkt in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklusses zueinander verhalten und inwieweit dessen Beeinflussung durch geeignete Maßnahmen von außen her überhaupt möglich ist. Im Anschluß daran werden die eigentlichen Mittel der Kreditpolitik und die Grenzen, die ihrem Einsatz gezogen sind, theoretisch aufzuzeigen sein, weil nur auf dieser Grundlage eine objektive Bewertung aller Maßnahmen, die die Bank von England im einzelnen ergriffen hat, denkbar ist.

Vorausgeschickt sei, daß wir im folgenden unter „Konjunkturzyklus" eine wirtschaftliche Entwicklungsperiode verstehen, welche in die 4 Phasen:

„Aufschwung, Hochschwung, Abschwung und Depression"

eingeteilt werden kann. Der zunächst langsam, dann aber rapid ansteigende Aufschwung geht, sobald er eine bestimmte obere Grenze erreicht hat, in einen kurzen Hochschwung über, der durch ein einwandfrei feststellbares Ereignis, die „Krise", in den Abschwung umgekehrt wird. Am Ende des Abschwunges folgt die Depression, die durch die Tendenz zur Bildung eines Gleichgewichtszustandes bei einem gegenüber dem Optimum wesentlich verminderten Beschäftigungsgrad charakterisiert ist.

Die Hauptprobleme des Konjunkturzyklusses sind folgende:

1. Welche Datenkonstellation ist Voraussetzung des Aufschwungs?
2. Wie ist aus den Elementen, die den Aufschwung herbeigeführt haben, die Krise zu erklären?
3. Wodurch kann es zu einem Wiederaufschwung kommen?

In Beantwortung der ersten Frage ist zu untersuchen, ob die entscheidende Voraussetzung des Aufschwungs in der Kreditverfassung einer Volkswirtschaft liegt, oder ob die plötzliche, gleichzeitige Belebung der Investitionstätigkeit in wichtigen Teilen der Wirtschaft auf Tatsachen beruht, die nicht durch Kreditgewährung bedingt sind. Zunächst soll dabei die Feststellung, daß regelmäßig zu Beginn des Aufschwunges die vorhandenen Arbeitsreserven nicht voll ausgenützt sind, beiseite gelassen werden, da wir von der Annahme ausgehen wollen, die Wirtschaft befände sich in diesem Zeitpunkt in einem statischen Gleichgewichtszustand. Unbeachtet bleibt dann fürs erste auch die weitere Erscheinung, daß die vorhandenen Betriebsanlagen und Rohstoffe ebenfalls zum Teil brach liegen.

Das Kennzeichen des Aufschwungs ist eine deutlich sichtbare Vermehrung der Erzeugung von Kapitalgütern bei vorläufig gleichbleibendem Stand des Güterkonsums. Es werden umfangreiche Investitionen vorgenommen, die nur möglich sind, wenn Kapital in disponibler Form der Wirtschaft zur Verfügung gestellt wird. Die Theorie hat Antwort zu geben auf die Frage, woher diese Kapitaldisposition zu Beginn des Aufschwunges kommt.

Die konjunkturtheoretische Richtung, die man gewöhnlich als die „monetäre" bezeichnet, sieht das wechselnde Auf und Ab des Wirtschaftslebens entscheidend in den Vorgängen bedingt, die sich am Geldmarkt abspielen. Hayek, der bedeutendste Vertreter dieser Theorie, kommt in „Geldtheorie und Konjunkturtheorie" zu dem Ergebnis, die Elastizität des Bankkredites sei die wesentliche Voraussetzung dafür, daß zu Beginn des Aufschwunges genügend Kapitaldisposition zur Verfügung gestellt werde, um die geplanten Investitionen zu finanzieren. Das Kreditsystem sei in der modernen Wirtschaft dadurch charakterisiert, daß es den Banken möglich sei, in den Grenzen, die ihnen durch die Rücksichtnahme auf ihre Liquidität gezogen seien, im geeigneten Zeitpunkt der Wirtschaft zusätzliche Kredite anzubieten und durch diese zusätzliche Kreditschöpfung den Zinsfuß künstlich zu senken. Dadurch würden die Unternehmer veranlaßt, Produktionsumwege einzuschlagen und

mehr Kapitalgüter, insbesondere Maschinen und Bauwerke herzustellen.

Bedenklich erscheint bei diesem Vorgang vor allem die Tatsache, daß der niedrige Zinsfuß stark abweicht von dem natürlichen Zins, der gezahlt wird, solange der Wirtschaft nur soviel Kapitaldisposition zur Verfügung steht, als einem vorangegangenen Sparprozeß entspricht, beziehungsweise durch Auflösung von Reserven freigemacht werden kann. Der Aufschwung müßte, sobald die mit der Kreditexpansion erstrebte Initialzündung erfolgt ist, rasch zum Stillstand kommen; denn durch den niedrigen Zinssatz wurde eine größere Menge an verfügbarem Kapital vorgetäuscht, als tatsächlich vorhanden war. Von der monetären Konjunkturtheorie wird indessen die Schlußfolgerung, daß durch bloße Vermehrung des Geld- und Kreditvolumens ein dauerhafter Aufschwung nicht herbeigeführt werden könne, abgelehnt. Zur Begründung wird ausgeführt, daß die zusätzliche Kreditschöpfung einen Zwangssparprozeß einleite. Infolge des unfreiwilligen Sparens vonseiten der Verbraucher, die bei steigenden Preisen und stabilem Lohnniveau zum Konsumverzicht gezwungen würden, gehe während des Aufschwunges laufend eine Sachkapitalbildung vor sich, mit Hilfe deren die kurzfristigen Kredite konsolidiert werden könnten.

Wenn die Theorie, so wie sie hier angedeutet wurde, zur Lösung der oben aufgeworfenen Frage wirklich ausreichen würde, so müßte man allerdings zugeben, daß es wesentlich von der Kreditverfassung eines Landes abhängt, ob sich eine Volkswirtschaft kontinuierlich weiter entwickelt unter dauernder Zunahme des Nationalvermögens oder ob sie in einem Zustand schleppender Wirtschaftstätigkeit verharrt, ohne die ihr zur Verfügung stehenden Kraftreserven an Arbeit und Kapital optimal auszunützen. Man könnte noch einen Schritt weitergehen und der Zentralnotenbank den Hauptanteil der Verantwortung zuschieben; denn je nach dem Grad der Resonanz, die zwischen ihr und den übrigen Banken besteht, hätte sie eine mehr oder weniger ausgeprägte Führerstellung in der Gestaltung der wirtschaftlichen Entwicklung inne.

Dazu wären wir aber auf Grund der bisherigen Ausführungen nicht berechtigt; denn gegen die monetäre Konjunkturtheorie ist vor allem einzuwenden, daß sie ja nur insoweit eine in sich geschlossene Erklärung des Aufschwungs zu bieten vermag, als sie von der Hypothese einer im Gleichgewicht befindlichen Wirtschaft ausgeht. Das wird zu Beginn einer Aufschwungsperiode praktisch niemals

der Fall sein. Vollbeschäftigung der vorhandenen Arbeitskräfte und völlige Kapazitätsausnützung des vorhandenen Betriebskapitals sind zwei Voraussetzungen, die, wie die letzte Krise nur allzu drastisch bestätigt hat, in Zeiten des Niedergangs und unmittelbar nach dessen Überwindung am allerwenigsten gegeben sind. Die monetäre Theorie befriedigt nicht, weil sie durch die Erfahrung der Praxis nicht bestätigt wird.

Wenn J. M. Keynes die Auffassung vertritt, daß der Konjunkturzyklus auf dem dauernden Wechsel zwischen vermehrtem „Hang zum Verbrauch" und verstärkter „Investitionsneigung" nach Maßgabe der jeweiligen Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals zurückzuführen ist, so bedeutet das, daß die theoretische Vorbedingung für einen Aufschwung in der Diskrepanz zwischen Sparen und Investieren liegt. Diese Theorie entspricht der Wirklichkeit. Produktionsumwege einzuschlagen hat nur dann einen Sinn, wenn genügend Kapitaldisposition langfristig zur Verfügung gestellt werden kann. Wenn man also von der zweifelhaften Erwartung, daß es auf Grund zusätzlicher Kreditschöpfung später zu einem allgemeinen Zwangssparen kommen soll, völlig absieht, so muß zu Beginn des Aufschwunges Kapitaldisposition vorhanden sein, die aus einem vorangegangenen Sparprozeß resultiert. Es ist hier nicht zu untersuchen, in welcher Form dieser Sparprozeß im einzelnen vor sich gegangen sein mag. Beispielsweise können Warenvorräte, die in der Depression keinen Absatz gefunden haben, oder Ersparnisse, die den Beziehern fester Einkommen infolge verbilligter Lebenshaltung möglich waren, oder auch bislang ungenutzte Verbesserungen des Produktionsapparates den Kapitalfonds gebildet haben, der nun zu Beginn des Aufschwunges durch Vermittlung der Kreditinstitute in eine für den investierenden Unternehmer disponible Form gebracht werden muß. So gesehen, kann in der reinen Theorie des Aufschwunges die zusätzliche Kreditschöpfung mit Recht unberücksichtigt bleiben. In der Praxis sind freilich von der Geldseite her wichtige Aufgaben zu erfüllen. Insbesondere der Rückgriff auf versteckte Reserven macht den Einsatz des gesamten Kreditapparates für den Aufschwung unerläßlich. Gehortete Kapitalien sind zu liquidieren, neue Kredite müssen an die Stelle eingefrorener Forderungen treten, die im Zug der wirtschaftlichen Wiederbelebung zurückzahlbar geworden sind. Entscheidend bleibt jedoch, daß das Hauptgewicht auf den Faktor Sparkapital gelegt wird. Soweit dessen Vorhandensein als „conditio sine qua non" des Aufschwungs anerkannt wird, ist für unzutreffende Illusionen in bezug auf das

Ausmaß einer Beeinflussung der Konjunktur durch kreditpolitische Maßnahmen allein kein Raum mehr.

Die Beantwortung der zweiten Frage, wie es zur Krise kommt, setzt ein kurzes Eingehen auf den weiteren Verlauf des Aufschwunges voraus. Die Investitionen verstärken die Nachfrage nach Kapitalgütern und führen zu einer Steigerung des Güterpreisniveaus. Diese Tendenz wird von den Löhnen zwar zunächst geteilt, steigende Löhne lösen jedoch sofort eine durchgreifende Rationalisierung und eine Anwendung kapitalintensiver Methoden aus. Dadurch werden Arbeiter freigesetzt, die auf den Arbeitsmarkt vorübergehend einen Druck ausüben, welcher ein Sinken der Löhne trotz steigender Preise herbeiführt. Aus dem Nachhinken der Löhne bei anziehenden Preisen und bei gleichzeitiger Verbesserung der privatwirtschaftlichen Rentabilität infolge der Kosten-Degression ergibt sich ein Zunehmen der Gewinne insbesondere der kapitalgüterproduzierenden Unternehmer. Diese Gewinne werden, solange die Ertragsaussichten günstig sind, zum größten Teil auf dem Wege der Selbstfinanzierung zu weiteren Investitionen verwendet. Das Ausmaß der Investitionen steht jedoch von einem gewissen Zeitpunkt an nicht mehr in angemessenem Verhältnis zu dem vorhandenen Sparkapital. Einmal wird infolge der außerordentlichen Rentabilität einzelner Unternehmungen die Ertragserwartung ganz allgemein überschätzt, zum anderen ist bei Investitionen auf dem Weg der Selbstfinanzierung der Zins als Regulator ausgeschaltet und damit fehlt jede Kontrollmöglichkeit über die zweckmäßige Leitung des Kapitalstromes. Die Übersteigerung der Investitionen ist die Ursache des Rückschlages, Veranlassung dazu ist der Kapitalmangel, der in dem gleichen Maße zunimmt wie die Investitionen. Diese Tatsache ist dadurch zu erklären, daß

1. das Kapital seltener wird; denn in dem Maße, wie die Löhne ihrem Gleichgewichtspunkt zustreben, verschwindet die Diskrepanz zwischen Preis und Löhnen, die zu der hohen Differential-Rente einzelner Unternehmer und zur Anreicherung des Kapitalfonds geführt haben, und daß

2. vonseiten der Banken eine wirksame Kreditrestriktion einsetzt, weil im Aufschwung Liquiditätsprobleme akut werden.

Die Banken greifen zu dem Mittel, den Zins zu steigern. Trotzdem werden diejenigen Unternehmungen, bei denen der Spielraum zwischen Selbstkosten und erzielbarem Ertrag groß genug ist um auch empfindliche Kostensteigerungen aufzufangen, weiterhin Kre-

dit aufnehmen, um die begonnenen Investitionen zu Ende zu führen. Die Grenzbetriebe jedoch, bei denen der Ertrag gerade noch die Selbskosten einschließlich einer knappen Vergütung für die Unternehmerleistung deckt, geraten dadurch in schwerste Bedrängnis. Sie müssen alle zu Gebote stehenden Mittel zur Erhaltung ihrer Liquidität ergreifen; insbesondere müssen sie ihren Absatz forcieren. Dadurch wird die Übererzeugung nur noch potenziert und ein plötzlicher, starker Preisdruck hervorgerufen, der als das quantitativ meßbare Element der Krise anzusehen ist. Auf die äußere Erscheinungsform der Krise, die häufig durch einen Zusammenbruch an der Börse charakterisiert ist, ist hier nicht näher einzugehen.

Die Krise leitet einen Niedergang in allen Zweigen des Wirtschaftslebens ein, durch den die Volkswirtschaft in einen unter Umständen recht lang anhaltenden Zustand der Depression versetzt wird. In gedrängter Übersicht sollen hier wenigstens die wichtigsten Veränderungen, die sich in einer Depressionsperiode ergeben, aufgezeigt werden; denn ihre Kenntnis ist Voraussetzung für die Erklärung der Frage, welche Vorgänge und Motive als unmittelbare Veranlassung des Wiederaufschwunges anzusehen sind.

Die Verflüssigung des Geldmarktes nimmt in dem Maße zu, wie die Nachfrage nach Geldkredit vonseiten der Produzenten fällt. Gleichzeitig herrscht am Effektenmarkt eine Baisse; die Effektenkurse zeigen jedoch nach einiger Zeit des Tiefstandes die Tendenz zu einem zögernden Ansteigen, wobei die Festverzinslichen den Dividendenpapieren vorangehen. Warenpreise gehen zurück. Die Einkommen der Unternehmer und der Arbeiter befinden sich auf einem Tiefpunkt, der bei den elastischen Ausgaben der Einkommenbezieher zu größter Zurückhaltung zwingt.

Die Entwicklung der Produktion zeigt kein einheitliches Bild. Während die Kapitalgütererzeugung in verstärkter Weise eingeschränkt wird, ist bei der Herstellung von Konsumgütern teilweise sogar eine Zunahme möglich. Die Einfuhr geht insgesamt zurück, da Rohstoffe für industrielle Produktion nicht mehr in dem bisherigen Umfang benötigt werden und Fertigwaren zum Teil billiger im Inland hergestellt werden können. Dagegen eröffnen sich für die Exportindustrie neue Möglichkeiten, bei fallenden Selbstkosten den Wettbewerb am Weltmarkt aufzunehmen.

Wenn im Zusammenhang mit der Überwindung der Depression zur Motivierung des Wiederaufsschwunges auf die sogenannten „Selbstheilungsfaktoren" der Wirtschaft hingewiesen wird, so wird

dabei an folgenden Vorgang gedacht: Aus ihrer eigenen, in vergangenen Krisenzeiten gemachten Erfahrung und den Ergebnissen ihrer Kalkulation ziehen zahlreiche Unternehmer den Schluß, daß das Sinken der Preise nur bis zu bestimmten unteren Grenzen, die sich im voraus berechnen lassen, erfolgt. Wenn sich nun in den maßgebenden Kreisen die Überzeugung durchsetzt, daß der Tiefpunkt der Preissenkung erreicht sei und ein weiteres Sinken der Preise in Zukunft nicht erfolgen wird, so entsteht dadurch eine Welle stärkeren Vertrauens in die kommende Entwicklung. Diese Zuversicht wird vor allem dadurch gestützt, daß gleichzeitig der Geldmarkt besonders liquide ist und die Nachfrage nach kurzfristigen Krediten zu niedrigen Geldsätzen befriedigt werden kann. Daraus resultiert eine allgemeine Zunahme der Investitionsneigung, die zum Wiederaufschwung führt.

So einfach ist aber die Tatsache, daß nach jeder Depression ein Wiederaufschwung einsetzt, doch wohl nicht zu erklären. Die Praxis hat gezeigt, daß auch dann, wenn Kredite noch so billig zu erlangen sind, das Hinzutreten einer neuen, über jeden Zweifel erhabenen Gewinnchance, die sich unter Zugrundelegung der gerade gegebenen Marktverhältnisse auch mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit kalkulieren läßt, unbedingt notwendig ist, damit sich die Wirschaftstätigkeit wieder belebt. Investitionen werden nicht schon deshalb vorgenommen, weil zu erwarten steht, daß die Wirtschaft voraussichtlich in absehbarer Zeit wieder in eine normale Rentabilität hineinwachsen dürfte.

In der Vorkriegszeit gab insbesondere die Zunahme des Exportes, deren Gründe oben dargelegt wurden, Veranlassung zur Wiederingangsetzung stillgelegter Produktionseinheiten. Diese „Öffnung des Exportventils" hatte früher umso mehr Bedeutung, als sich die Krisen oft auf den geschlossenen Wirtschaftsraum eines Landes beschränkten, ohne, wie z. B. die letzte große Wirtschaftskrise, internationalen Umfang anzunehmen. Es war daher den konjunkturell jeweils günstiger liegenden Ländern möglich, die billige Exportware der Staaten, die gerade mit Krisenerscheinungen zu kämpfen hatten, aufzunehmen.

Als ein weiterer Anlaß zum Wiederaufschwung kann der technische Fortschritt gelten. Die Auswertung umwälzender Erfindungen kann zeitweise zu einer Häufung bedeutsamer Investitionen führen. Es genügt in diesem Zusammenhang etwa auf einzelne Etappen in der Entwicklung der Elektrizitätswirtschaft oder des

Automobilbaus hinzuweisen. Gerade der Automobilbau ist bekanntlich für die Konjunkturgestaltung der Vereinigten Staaten zeitweise von ausschlaggebender Bedeutung gewesen. Auch die technische Rationalisierung der Produktion, die in dem ersten Jahrzehnt nach dem Weltkrieg so stark in Erscheinung trat, gehört in das Kapitel der Konjunkturbelebung durch technischen Fortschritt.

Die Überwindung der Depression, in der sich die Wirtschaft der Welt seit 1929/30 befand, konnte freilich weder durch Exportsteigerung, noch mit Hilfe des technischen Fortschrittes allein, erfolgen. Hierzu bedurfte es sowohl in Deutschland, als auch in fast allen anderen Staaten eines planmäßigen Eingreifens der Öffentlichen Hand. Vielleicht ist es auf die besonderen politischen Umstände, denen diese Krise ihre lange Dauer und ihre verheerenden Auswirkungen verdankt, zurückzuführen, daß sie nur mit Hilfe einer „Staatskonjunktur" überwunden werden konnte. Wirtschaftlich gesehen, ist bei diesem Vorgang die Tatsache von entscheidender Bedeutung, daß dabei Investitionen in einem für den Wiederaufschwung hinreichenden Ausmaß von Instanzen vorgenommen werden, denen es möglich ist auf den Unternehmergewinn von vorneherein zu verzichten. Es ist allerdings fraglich, ob sich diese Methode auch für die Zukunft als geeignet erweist, wenn es gilt, einen Konjunkturaufschwung einzuleiten.

Der Staat konnte zwar schon in früheren Zeiten dadurch an der Gestaltung der Konjunktur mitwirken, daß er in der Auftragserteilung planmäßig vorging. Heute aber hat sein Eingreifen durch den Umfang und die Art, wie er sich auf den verschiedensten Gebieten als Unternehmer betätigt, eine ganz andere Tiefenwirkung erhalten. Der Staat mobilisiert mit seinen Aufträgen einerseits Kaufkraft, die in der Depression aus Mangel an Beschäftigungsmöglichkeit stillgelegt wurde; andererseits löst er dadurch jene preissteigernde Tendenz aus, die dem Privatunternehmer neue Gewinnchancen eröffnet und zur Vornahme neuer Investitionen veranlaßt. Demgegenüber wiegt der Einwand, daß durch das Eingreifen des Staates Kapitaldisposition solchen Verwendungsmöglichkeiten entzogen wird, die vom Privatwirtschaftlichen her gesehen nützlicher wären, nicht allzuschwer. Denn selbst wenn vom Staat langfristige Finanzierung von Anlagen erfolgt, die sich als wenig rentabel erweisen, so kann dieser Nachteil für die Volkswirtschaft im ganzen dadurch kompensiert werden, daß von der Auftragserteilung als solcher der Anstoß zum Wiederaufschwung ausgeht. Freilich

ist das im Einzelfall eine Frage des richtigen Ausmaßes der staatlichen Investitionen, wobei es darauf ankommt, daß die Grenzen, innerhalb deren öffentliche Aufträge sinnvoll sind, rechtzeitig erkannt und eingehalten werden. In der Nachkriegszeit haben die Zentralnotenbanken, vor allem in den angelsächsischen Ländern, durch ihre Ankäufe und Verkäufe von Wertpapieren am offenen Markt für die Finanzierung der staatlichen Investitionen größere Bedeutung erlangt. Sie sind daher an dem Ausmaß und Ablauf der „Staatskonjunktur" nicht unbeteiligt und sollten vor allem auf Grund ihrer Kenntnis der Vorgänge am Kreditmarkt rechtzeitig darauf hinweisen, wenn ein weiterer Einsatz des Staatsapparates für die gesamte Volkswirtschaft nicht mehr zweckmäßig erscheint.

Die bisherigen Ausführungen über die Hauptprobleme des Konjunkturzyklus ließen erkennen, daß die dauernden Schwankungen zwischen Auf- und Abschwung in der Natur der modernen Volkswirtschaft begründet sind und nicht durch irgendwelche äußeren Maßnahmen, insbesondere nicht durch entsprechende Kreditpolitik beseitigt werden können. Das Ziel der Konjunkturpolitik kann daher auch nur darin bestehen, das Ausmaß solcher Schwankungen zu verringern. Das bedeutet einerseits, daß durch geeignete konjunkturpolitische Maßnahmen dem Aufschwung freie Bahn zu schaffen ist, wenn die Voraussetzungen dafür gegeben sind; andererseits ist Vorsorge zu treffen, daß die Konjunktur nach Möglichkeit stabilisiert wird, damit man zu dem Ergebnis eines kontinuierlichen Wirtschaftsablaufes gelangt. Der Einsatz des Kreditapparates spielt im Rahmen der Konjunkturpolitik eine wichtige, wenn auch nicht die allein entscheidende Rolle. Inwieweit jedoch bestimmte konjunkturelle Ziele mit Hilfe der Kreditpolitik erreicht werden können, hängt ganz von der Kreditverfassung ab, die in der jeweiligen Volkswirtschaft vorherrscht. Deshalb soll im Nachfolgenden eine allgemein-gültige Erörterung der Mittel und Grenzen der Kreditpolitik im Hinblick auf die Kreditorganisation eines Landes vorausgeschickt werden, ehe wir im Teil II auf die besonderen Verhältnisse am englischen Kreditmarkt eingehen.

2. Mittel und Grenzen der Kreditpolitik.

Unter „Kreditpolitik" sind alle Maßnahmen zu verstehen, die sowohl am Geldmarkt, als auch am Kapitalmarkt zur Verwirklichung bestimmter Zielsetzungen, gleichgültig, ob sie den Konjunkturablauf betreffen, oder nicht ergriffen werden.

Die mittelbare Beeinflussung des Kapitalmarktes auf dem Weg über den Geldmarkt spielt bereits seit langer Zeit eine bedeutende Rolle. Die unmittelbare Beeinflussung des Kapitalmarktes zu konjunkturellen Zwecken von der Kreditseite her ist jedoch neueren Datums und in ihren tatsächlichen Auswirkungen noch nicht so klar erkannt, daß man über ihren Umfang und ihre Grenzen schon ein abschließendes Urteil fällen könnte. Trotzdem soll gerade dieser Form der Kapitalmarktpolitik im Rahmen der Untersuchungen über die Bank von England ein breiterer Raum eingeräumt werden als ihrer Bedeutung entspricht, weil sie innerhalb der Forschung noch mehr oder weniger Neuland ist.

Der Grundgedanke der Geldmarktpolitik besteht darin, durch planmäßige Regulierung des gesamten Kreditvolumens und der gesamten Bargeldmenge den Ablauf des Konjunkturzyklusses in der Weise zu beeinflussen, daß weder übertriebene Preissteigerungen, die zur Übersteigerung des Aufschwunges und damit zur Krise führen, auftreten können, noch ruinöse Preissenkungen, durch die im Abschwung und in der Depression bedeutende Vermögenswerte vernichtet werden. Neben dieser Nivellierung der Schwankungen soll jedoch auch der Wiederaufschwung durch entsprechende Manipulationen am Geldmarkt erleichtert werden.

Ob und in welchem Ausmaß diese Regulierung Platz greift, hängt wesentlich von dem Verhalten der Zentralnotenbank ab. Über das Bargeldvolumen hat sie als die dem Staat verantwortliche Zentralinstanz allein zu entscheiden, soweit die Gestaltung der Bargeldmenge, welche einer Volkswirtschaft zur Verfügung gestellt werden soll, Privileg des Staates ist. Es ist dabei freilich zu berücksichtigen, daß der Erfolg der kreditpolitischen Maßnahmen mit bedingt ist durch die weltwirtschaftlichen Verflechtungen einer Volkswirtschaft, und das bedeutet für den Fall der Regulierung der Bargeldmenge, daß die Entschlüsse der Notenbank, die zur Vermehrung oder Verminderung der Geldmenge führen, nicht nur durch konjunkturelle Erwägungen bestimmt werden, sondern je nachdem auch durch währungspolitische Rücksichten, die in dem Streben das Niveau der

Wechselkurse stabil zu halten, gipfeln. Die gesamte Geldmenge besteht jedoch in einer modernen Volkswirtschaft nicht nur aus Bargeld, sondern daneben spielt das Giralgeld, das auf der Kreditschöpfung der Privatbanken beruht, eine immer bedeutendere Rolle, wenn auch dem Bargeld als der Grundlage des Kredites nach wie vor der Primat gebührt. Die Kontrollmöglichkeit der Zentralbank ist auch für diese zweite Art von Geld zu bejahen; der Grad ihres Einflusses auf das Volumen an Giralgeld ist aber keineswegs so absolut wie bei der Bargeldmenge und schwankt insbesondere in den einzelnen Phasen des Konjunkturzyklusses ganz beträchtlich. Grundsätzlich ist die Einflußmöglichkeit der Zentralnotenbank auf das Volumen der Giralgeldmenge und auf den von den Banken gewährten kurzfristigen Kredit überhaupt, wie ebenfalls bereits festgestellt wurde, bedingt durch die Kreditverfassung der Volkswirtschaft. Im praktischen Falle werden daher folgende Fragen über das Wesen der Kreditverfassung zu untersuchen sein:

a) Inwieweit wird die Führerstellung der Zentralnotenbank von den maßgebenden privaten Kreditbanken freiwillig anerkannt?

b) Wie groß ist der Grad der Abhängigkeit von der Zentralnotenbank, in die sich die Privatbanken dadurch begeben, daß sie eine Liquiditätspolitik betreiben, in der die Zentralnotenbank als letzte Reserve bewußt einkalkuliert ist?

c) Welche Rolle spielt der bargeldlose Zahlungsverkehr für die Versorgung der Wirtschaft mit der erforderlichen Geldmenge, insbesondere im Hinblick auf die Möglichkeit zusätzlicher Kreditschöpfung auf Seite der Privatkreditbanken?

d) Inwieweit ist zwischen der Zentralnotenbank und der von ihr gesteuerten Wirtschaft eine direkte Fühlungnahme hergestellt durch das Ausmaß der bei ihr diskontierten Handelswechsel?

e) Inwieweit erfolgen kreditpolitische Maßnahmen der Zentralnotenbank zugunsten der staatlichen Initiative,

   A. für rein staatliche Zwecke, wie etwa Rüstungsproduktion

   B. für Staatsinvestitionen im privatwirtschaftlichen Sektor, die der Ankurbelung der Wirtschaft dienen sollen, also mit eigentlichen Staatsaufgaben nicht direkt zusammenhängen.

Die wichtigsten Mittel der Zentralnotenbank zur Durchsetzung ihrer Ziele am Geldmarkt sind Diskontpolitik, Offene Marktpolitik und Kreditrestriktion. Bei der Entwicklung der Bank von England wird ganz besonders die Verlagerung des Hauptgewichtes von der Diskontpolitik auf die Offene Marktpolitik nach Ursache und Wirkung zu behandeln sein.

Der Grundgedanke bei der Kapitalmarktpolitik liegt darin, durch planmäßige Gestaltung des Angebot-Nachfrage-Verhältnisses am Kapitalmarkt einmal die kapitalmäßigen Voraussetzungen zu Neuinvestierungen zu schaffen und zum anderen die Neuinvestitionen in eine bestimmte Richtung zu drängen, welche vom Standpunkt einer objektiv urteilenden Zentralstelle her einen möglichst reibungslosen Ablauf des Konjunkturzyklusses gewährleistet. Im Vordergrund stehen hier die Probleme der Kurspflege der langfristigen Werte in Krisenzeiten zur Stützung des Vertrauens in die Wirtschaft und damit zur Hebung der Sparwilligkeit; ferner das Problem einer sogenannten konstruktiven Bankpolitik, die darin besteht, daß langfristige industrielle Aufbaukredite solchen Unternehmungen zugeleitet werden, durch deren Neugründung, beziehungsweise Weiterentwicklung man den Aufbau der Produktionssphäre planmäßig gestalten will. Während das Ziel der Kurspflege der langfristigen Werte eine mehr oder weniger beabsichtigte Nebenwirkung der Offenen Marktpolitik darstellt, muß die Notenbank, wenn sie auf Finanzierung von Industrie-Unternehmungen nicht nur mittelbar (über die Offene Marktpolitik) Einfluß nehmen will, sondern auch hier unmittelbar eine gewisse Führerstellung erreichen will, völlig neue Wege gehen. Bedenklich scheint uns diese neuartige Betätigung der Zentralnotenbank vor allem deshalb zu sein, da reine kapitalmarktmäßige Aufgaben dem Bereich der Zentralnotenbank etwas Artfremdes darstellen müssen. Wie man dieses Problem zur Zeit in England praktisch zu lösen versucht und welche Aussichten für die dauernde Beibehaltung solcher Methoden bestehen, wird in einem späteren Abschnitt ausführlicher darzustellen sein.

Über die Grenzen der Kreditpolitik läßt sich theoretisch nicht allzuviel aussagen. Sie variieren zu sehr mit den bereits mehrfach angeführten Daten, welche die Kreditpolitik überhaupt bedingen, so daß sie eigentlich nur an Hand des praktischen Falles selbst herausgearbeitet werden können. Jedoch läßt sich als allgemein gültige Betrachtung über den Einsatz der Kreditpolitik unter Füh-

rung der Zentralnotenbank im Rahmen dieser theoretischen Voruntersuchungen folgendes feststellen:

Nach der besonders in Amerika verbreiteten Auffassung von der Notwendigkeit aktivistischer Konjunkturpolitik soll deren Aufgabe und Ziel in der Stabilisierung der Konjunktur begründet sein. In Verkennung der wahren Kausalität des Konjunkturzyklusses betrachtet man die starken Schwankungen des Preis-Niveaus, die für den Aufschwung und Abschwung symptomatisch sind als die eigentliche Ursache der konjunkturellen Wellenbewegungen. Folgerichtig sollen die Mittel der Kreditpolitik in dem Sinn eingesetzt werden, daß das Geld- und Kreditvolumen der jeweils am Markt vorhandenen Gütermenge vollständig angepaßt wird, sodaß das Preis-Niveau stabil erhalten bleibt. Demgegenüber haben wir uns die beiden Fragen vorzulegen, ob es möglich ist, mit Hilfe kreditpolitischer Mittel dieses Ziel zu erreichen und ob es überhaupt einen Sinn hat, die Gesamtgestaltung der Kreditpolitik auf das Ziel eines stabilen Preis-Niveaus abzustellen.

Es wäre nur dann möglich, die Preisschwankungen auszuschalten, wenn die Vergrößerung der Geldmenge, worunter Bargeld plus Giralgeld zu verstehen ist, eine proportionale Steigerung des Preis-Niveaus, beziehungsweise die Verminderung der Geldmenge eine proportionale Senkung des Preis-Niveaus auslösen würde. Nun läßt sich aber statistisch nachweisen, daß im Aufschwung der durch die erhöhte Produktivität bedingten Vergrößerung der Geldmenge eine überproportionale Steigerung des Preis-Niveaus gegenüber steht. Die Erklärung dafür ergibt sich daraus, daß die Wirkung einer bestimmten Geldmenge potenziert wird durch die Umlaufsgeschwindigkeit, mit der die Geldeinheiten im Verkehr zirkulieren. Im Aufschwung tritt aber nicht nur eine gewisse Vermehrung der Geldmenge ein, sondern auch eine Steigerung der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes, wesentlich verursacht durch die Zunahme der Einzelhandelsumsätze. Die vereinte Wirkung von vermehrter Quantität und beschleunigtem Umlauf des Geldes ruft eine im Verhältnis zu seiner Menge überproportionale Steigerung der Preise hervor. Der Faktor Umlaufsgeschwindigkeit läßt sich jedoch durch die Kreditpolitik nicht beeinflussen, da es kein Mittel gibt, um zu erreichen, daß das Geld länger bei den einzelnen Einkommensbeziehern bleibt, als es deren Hang zu möglichst rascher Bedürfnisbefriedigung zuläßt. Den von Bortkiewicz ausgearbeiteteten Versuch, die Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit durch Faktoren zu erklären, die sich der Beeinflussung durch kreditäre Maßnahmen nicht so

vollständig entziehen, lehnen wir ab. Bortkiewicz stellt in einer Abhandlung über die Ursachen einer gesteigerten Wirkung des vermehrten Geldumlaufs auf das Preis-Niveau[1]) fest, daß die Erhöhung der Umlaufsgeschwindigkeit auf eine im Aufschwung eintretende Geldverknappung zurückzuführen sei; diese habe ihre Ursache darin, daß die Angst vor weiteren Notenemissionen im Aufschwung das Vertrauen in die eigene Währung erschüttere und dadurch ein unverhältnismäßig rasches Steigen der fremden Wechselkurse hervorrufe. Die damit verbundene Verteuerung der Einfuhr teile sich dem Preis-Niveau und den Löhnen mit und veranlasse die Konsumenten durch verstärkte Nachfrage nach Gütern das Preis-Niveau unmittelbar in die Höhe zu treiben. Man wird der Behauptung, daß in normalen Zeiten im Aufschwung eine Vertrauenskrise der Währung mit den angeführten Folgen eintreten müsse, wohl mit Skepsis begegnen dürfen und demgemäß feststellen, daß es wohl nicht möglich ist, durch rechtzeitige Präventivmaßnahmen gegen die Verschlechterung der Währung einer zwangsläufigen Steigerung der Umlaufsgeschwindigkeit im Aufschwung vorzubeugen.

Mit der Bedeutung der Umlaufsgeschwindigkeit ist eine der wichtigsten Grenzen aufgewiesen worden, die der Kreditpolitik von der finanztechnischen Seite her gezogen sind. Eine rein ökonomische, zum Teil wirtschaftsphilosophische Problematik wird durch die Frage nach dem Sinn der Preisstabilisierung aufgeworfen. Wir können an ihr nicht ganz vorübergehen, wenn wir uns über die Grenzen der Kreditpolitik Rechenschaft ablegen wollen.

Auf die nicht zu unterschätzende Schwierigkeit der Aufstellung eines geeigneten Preisindexes soll hier nicht näher eingegangen werden.

Die Ansichten, welcher von den vielen Indices die Schwankungen des Preis-Niveaus exakt wiedergibt, gehen bekanntlich weit auseinander. Aber selbst wenn man sich auf einen einheitlichen Standard einigen würde, so bliebe die Tatsache der regionalen Verschiedenheit der Preise infolge des Kaufkraftgefälles innerhalb einer in sich geschlossenen Volkswirtschaft ebenso zu berücksichtigen wie die Unmöglichkeit, die Kaufkraft international zu erfassen. Die

[1]) Bortkiewicz: Die Ursachen einer potenzierten Wirkung des vermehrten Geldumlaufs auf das Preisniveau. Schriften des Vereins für Sozialpolitik, 1924, Bd. 170.

Preisstabilisierung müßte aber doch international erfolgen, weil sonst bei freien weltwirtschaftlichen Tauschbeziehungen im Falle der Preissenkung im Ausland die deflationistischen Länder in das Land liefern würden, welches seine Konjunktur stabilisiert hat und weil andererseits bei Preissteigerungen im Ausland die Gefahr besteht, daß das Land mit stabiler Konjunktur einen nationalen Ausverkauf nach dem inflationistischen Ausland vornimmt[1]). Wichtiger ist die Kenntnis der Beziehungen zwischen Preisstabilisierung und Investition und zwischen stabilem Preis-Niveau und stabiler Konjunktur überhaupt. Ziel der Preisstabilisierung ist es, die Korrelation: hoher Preis im Aufschwung, niedriger Preis im Abschwung — zu beseitigen, in der Erwartung, daß damit auch der Konjunkturzyklus zu exestieren aufhören wird. Demgegenüber ist darauf hinzuweisen, daß eine solche Korrelation zwischen Preis-Niveau und Konjunkturphase in der Praxis durchaus nicht immer gegeben ist. Vielfach liegen die Verhältnisse infolge einschneidender Rationalisierung des technischen Herstellungsprozesses oder infolge der Unberechenbarkeit der von der Natur abhängigen Erträgnisse ganz anders, als man es nach der Theorie erwarten sollte. Auch die Manipulierung des Preis-Niveaus durch kartellmäßige Bindungen kann innerhalb der Auf- und Abschwungsperioden von entscheidender Bedeutung sein. Richtig und absolut gültig ist dagegen die Korrelation: hohe Spanne zwischen Aufwand und Ertrag im Aufschwung, geringe Spanne zwischen Aufwand und Ertrag im Abschwung. Diese Spanne hat mit dem Preis-Niveau nichts zu tun. Sie ist aber entscheidend für den Gang der Investitionen und damit für den Ablauf des Konjunkturzyklusses. Für den wirtschaftlichen Entschluß des privaten Unternehmers, der aus Rentabilitätserwägungen heraus investiert, ist der Vergleich zwischen dem marktmäßigen Ertrag seiner Erzeugnisse und den Preisen der Kostengüter (Kapital und Rohstoffpreise) von ausschlaggebender Bedeutung, mit anderen Worten also nicht die absolute Höhe des Preis-Niveaus, sondern das Entsprechungsverhältnis der Preise zueinander.

Selbst wenn es also mit Hilfe der Kreditpolitik gelänge, die Preisentwicklung zu stabilisieren, so wäre damit doch keineswegs der Konjunkturzyklus beseitigt. Anschließend an diese Feststellung ist auch auf die Problematik der Frage hinzuweisen, ob es überhaupt Sinn der Konjunkturpolitik sein darf, ein stabiles Preis-

[1]) Keynes: Tract on Monetary Reform London 1923, S. 38.

Niveau zu schaffen. In der freien Verkehrswirtschaft, deren Sinn es ist, die bestmögliche Bedürfnisbefriedigung zu gewährleisten, kann gerade infolge der konjunkturellen Unstabilität der Preise sowohl im Aufschwung, als auch im Abschwung theoretisch das Maximum an Bedürfnisbefriedigung erreicht werden. Dagegen würde bei stabilem Preisniveau im Aufschwung eine unverhältnismäßig große Steigerung des Gesamtbedarfs der Gesellschaft eintreten, im Abschwung eine überproportionale Verschlechterung der Versorgung mit Gütern aller Art.

Diese wirtschaftstheoretischen Erkenntnisse dürfen bei der Beurteilung kreditärer Maßnahmen zum Zweck aktiver Konjunkturpolitik nicht unberücksichtigt bleiben. Durch sie werden der Kreditpolitik gewisse Grenzen gezogen, deren Bedeutung allerdings keineswegs allgemein anerkannt wird. Einen Beweis dafür bilden unter anderem auch die Ausführungen Mc Kenna's über die Notwendigkeit einer Stabilisierung des Preis-Niveaus, die in der Einleitung wiedergegeben worden sind.

II. Teil.

Die Konjunkturpolitik der Bank von England in der Vorkriegszeit.

1. Die Bank von England am heimischen Kreditmarkt.

a) Goldautomatismus als ordnendes Prinzip des Geldmarktes.

Die Bank von England hat sich von einem mehr oder weniger passiv-konstatierenden Verwaltungsorgan zu einem in den Konjunkturablauf aktiv-intervenierenden Kontrollorgan entwickelt. Die entscheidenden Etappen dieses Neubaues der Bank von England fallen in die Nachkriegszeit. Die Entwicklung vom Jahre 1844 an bis zum Jahre 1914 ist demgegenüber gekennzeichnet durch eine ungestörte Kontinuierlichkeit, die erstens darauf beruht, daß sich die Bank in ihrer Tätigkeit, von wenigen Ausnahmefällen abgesehen, streng an den starren dogmatischen Standpunkt hielt, der dem System der Bankverfassung seit der Peels-Akte zu Grunde lag und zweitens darauf, daß sich in dem Verhältnis der Bank von England zu den übrigen Banken des Landes, sowie zum Staat und zum internationalen Kreditmarkt kaum wesentliche Veränderungen ergaben. Gleichwohl müssen wir, um den Neubau, der in die Nachkriegszeit fällt, verstehen zu können, die Grundzüge aufweisen, die den Aufbau der Bank von England und ihr Verhältnis zur Gesamtwirtschaft vor dem Krieg bestimmten, wobei die grundsätzliche Bedeutung dieser Darstellung keineswegs dadurch beeinträchtigt wird, daß mit dem Verzicht auf das starre Notendeckungsprinzip ein wesentliches Element dieser Bankverfassung seine Gültigkeit verloren hat und daß durch das Versagen des Goldautomatismus auch in Bezug auf die Gestaltung der Wechselkurse völlig neue Voraussetzungen gegeben sind.

Zweckmäßigerweise können die Grundzüge der Verfassung der Bank von England und ihre Funktionen in der Reihenfolge be-

trachtet werden, daß diejenigen Faktoren, die die Tätigkeit der Bank aus ihrem Statut heraus und aus ihrer Stellung zum Gesamtkreditapparat bestimmt haben, den von außen kommenden Einwirkungen auf die Kreditsphäre vorangestellt werden. Demgemäß werden wir untersuchen, wie es zu der Entwicklung des starren Notendeckungsprinzips kam und welche Bedeutung dieses Prinzip im Rahmen einer durch den Goldautomatismus bestimmten Währungsentwicklung für die Konjunkturpolitik hat. Es folgt dann eine Darstellung des sogenannten Einreserve-Prinzips. Das Verhältnis zwischen Bank und Staat und der Stellung der Bank von England im internationalen Akzeptgeschäft bildet den Abschluß der Untersuchungen über die Wesenszüge der Bank von England in der Vorkriegszeit.

Die Bankverfassung, die formell auch in der Nachkriegszeit beibehalten wurde, wenn man sie auch praktisch einer völligen Revision unterzog, beruht auf der Bankakte, welche Robert Peel der Bank im Jahre 1844 gegeben hatte. Sie basiert auf der Theorie des Currency-Principle, derzufolge die wirksamste Kontrolle der Notenbank über die vorhandene Geldmenge und die Anpassung dieser Geldmenge an die Schwankungen der wirtschaftlichen Entwicklung, insbesondere die Veränderung des Gütervolumens dadurch gewährleistet sein soll, daß die Bank von England nur dann neue Noten in Umlauf gibt, wenn ihr von außen Gold zugeflossen ist. Bei Abfluß von Gold hat sie durch Kreditrestriktion eine entsprechende Vermehrung der zirkulierenden Geldmenge herbeizuführen, so daß jeweils die Noten zu 100% in Gold gedeckt sind. Darüber hinaus hat die Bank das Recht, Noten in einem fest begrenzten Ausmaß gegen eine fiduziäre Deckung, die in bstimmten Staatspapieren besteht, zu emittieren. Das Bestehen dieser fiduziären Kontingents, das dem Minimalbedarf der Wirtschaft an Noten entspricht, hat für die Handhabung der Notenemission während der Kriegs- und Nachkriegsperiode eine besondere Bedeutung erlangt. Um eine restlose Kontrolle des Notenausgabegeschäftes und eine völlige Trennung dieser Tätigkeit von allen anderen Bankgeschäften sicherzustellen, hat die Peels-Akte bekanntlich das Issue- und das Banking-Department geschaffen, was jedoch für die Tätigkeit der Bank von England nur eine formelle, banktechnische Bedeutung hat und keinen wesentlichen Unterschied zwischen der Bank von England und anderen Zentralnotenbanken mit starrem Notendeckungsprinzip bedeutet.

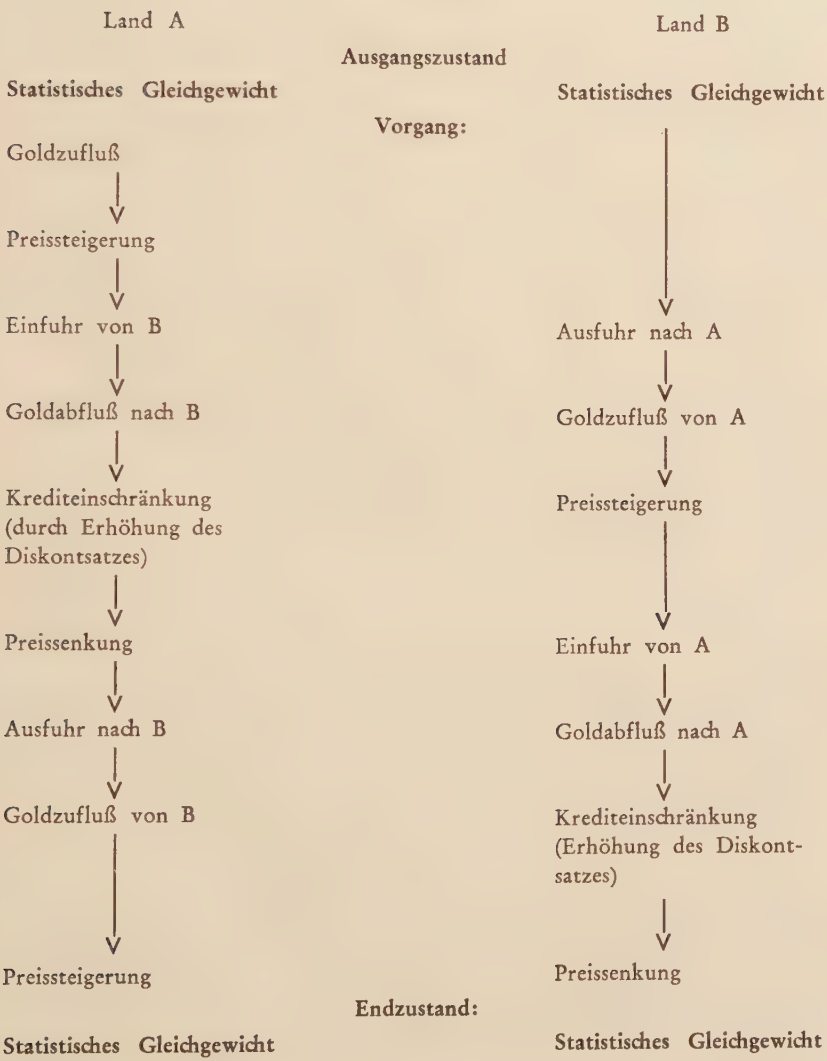
Ein reibungsloses Funktionieren der starren Notendeckung im Sinne des Currency-Principle ist nur dann denkbar, wenn ganz bestimmte Voraussetzungen gegeben sind, mit denen die Schöpfer der Bankverfassung von 1844 in der Tat auch rechnen konnten. Formale Voraussetzung für den „Goldmechanismus" ist das Vorhandensein eines Systems von Goldwährungs-Ländern, die zueinander wirtschaftliche Tauschbeziehungen unterhalten. Materiale Voraussetzung für eine reibungslose Abwicklung aller kreditären Vorgänge im Rahmen des Goldmechanismus ist Freizügigkeit des Goldes und der übrigen Waren. Insbesondere dürfen für die Ausfuhr des Goldes keine Einschränkungen gegeben sein und die internationalen Tauschbeziehungen müssen in einem solchen Umfang möglich sein, daß sich die Preise vollständig ausgleichen können; denn das ist ja der Sinn des Goldmechanismus. Eine weitere materiale Voraussetzung liegt in der Forderung, daß die dem System angeschlossenen Goldwährungsländer sich freiwillig den allgemein anerkannten Spielregeln des Goldmechanismus unterwerfen. Sie müssen sich also ganz der Führung der Goldbewegungen überlassen. Sie dürfen zum Beispiel nicht etwa einen eintretenden Goldabfluß durch Notenausgabe kompensieren, sondern müssen in diesem Falle zu Krediteinschränkungen schreiten und umgekehrt. Nur so kann die Anwendung des Currency-Principles zu sinnvollen Ergebnissen führen.

Der Inhalt des Goldmechanismus kann in knappen Sätzen folgendermaßen skizziert werden:

Wir denken uns zwei Goldwährungsländer A und B. Die Wirtschaft befindet sich in beiden Ländern in dem Zeitpunkt, den wir zum Ausgang wählen, im Zustand des statischen Gleichgewichts, das heißt alle Produktionsfaktoren sind voll beschäftigt, das Preis-Niveau entspricht in allen seinen Teilen dem Güter- und Leistungs-Volumen. Setzt nun im Lande A eine Steigerung des Goldzuflusses zur Notenbank ein, sei es, weil vom Ausland her Kapital in die Volkswirtschaft des Landes A einströmt, oder weil die Volkswirtschaft A durch Inbetriebnahme neuer, beziehungsweise durch Rationalisierung oder Erweiterung ihrer bereits bestehenden Goldproduktionsstätten mehr Gold erzeugt, so wird eine Steigerung des Preis-Niveaus in der Wirtschaft A erfolgen; denn es ist, nachdem wir vom statischen Gleichgewicht ausgegangen sind, nicht denkbar, daß der vermehrten Geldmenge eine entsprechende Erweiterung des Handelsvolumens unmittelbar auf dem Fuß folgt, es sei denn,

daß von der Notenbank her eigens zur Beschleunigung dieser Entwicklung besondere Maßnahmen kreditpolitischer Natur ergriffen werden. Die Preissteigerung im Lande A hat zur Folge, daß die billigen Güter aus dem Land B, in dem ja das Preis-Niveau nicht geändert worden ist, importiert werden. Die eingeführten Waren werden mit Gold bezahlt. In dem Ausmaß wie Gold abfließt, ist die Notenbank von A verpflichtet, durch Diskonterhöhung eine Kreditrestriktion herbeizuführen, wodurch im Land A eine deflationistische Preissenkung herbeigeführt wird. Gleichzeitig hat der Goldzufluß im Lande B zu einer entsprechenden Preissteigerung geführt, so daß nunmehr eine Einfuhr aus dem Lande A, wo die Preise unter das Niveau des statischen Gleichgewichtspreises gesunken sind, rentabel wird; infolgedessen strömt wieder ein Teil des Goldes von dem Lande B nach A zurück und bewirkt dort eine erneute Preissteigerung, gleichzeitig aber im Lande B eine Preissenkung, sodaß sich im Endergebnis in beiden Ländern ein neues statisches Gleichgewicht entwickelt, welches durch einen vollständigen Preisausgleich gekennzeichnet ist.

Diese Ausführungen werden veranschaulicht durch die folgende **schematische Darstellung des Goldmechanismus:**



Gegen diese Kausalreihe, die für die gesamte englische Kreditpolitik der Vorkriegszeit grundlegende Bedeutung hatte, sind von verschiedenen Gesichtspunkten her Einwendungen gebracht worden, deren Berücksichtigung hier jedoch nicht erforderlich ist. Nur auf eine einzige Theorie soll hier eingegangen werden, weil sie auch für unsere spätere Betrachtung über die konjunkturpolitische Bedeutung des Automatismus von grundsätzlicher Bedeutung ist.

Nöll von der Nahmer stellt in seinem Buch: „Der Volkswirtschaftliche Kreditfonds" die Theorie auf, daß eine Kreditvermehrung nicht notwendigerweise zu einer Preissteigerung zu führen brauche, wenn und solange ein Land über ungenutzte Produktions-Kapazitäten verfügt. In diesem Fall wird eine Kreditvermehrung zur Rationalisierung und Kostendegression führen, sodaß also das Preis-Niveau beibehalten werden kann. Dazu ist zu sagen, daß es praktisch wohl möglich ist, daß die preissteigernde Wirkung der Kreditvermehrung eine zeitlang infolge der Kostensenkung zurücktritt; und zwar wird das dann der Fall sein, wenn bei Vorhandensein eines volkswirtschaftlichen Kreditfonds in der Form ungenutzter Rohstoffe, nicht beschäftigter Arbeitskräfte und unausgenützter Produktions-Kapazitäten der neu geschaffene Kredit in der Weise verwendet wird, daß damit nur Güter hergestellt werden, die sofort nach ihrer Herstellung am Markt nachgefragt werden und durch deren Verkauf die neugeschaffene Kaufkraft neutralisiert wird. Es kommt also darauf an, daß rechtzeitig für eine dem vergrößerten Angebot entsprechende Nachfrage gesorgt wird. Diese praktische Möglichkeit, die durch ganz bestimmte Voraussetzungen bedingt ist, besagt aber nichts gegen die Richtigkeit der Theorie vom Goldmechanismus, da dieser ja als Ausgangspunkt einen statischen Gleichgewichtszustand voraussetzt. Im statischen Gleichgewicht aber sind alle Elemente des Wirtschaftslebens voll beschäftigt. Wir können also mit Sicherheit feststellen, daß der Goldmechanismus im Aufschwung der Tendenz nach immer Gültigkeit hat.

Nach diesen Ausführungen über den Goldmechanismus, auf welchem die englische Währungsverfassung seit der Peels-Act fußte, haben wir zu entscheiden, ob die Bank von England, solange die weltwirtschaftlichen Grundbedingungen für den Goldautomatismus gegeben waren und sie sich ihrerseits an die starren Deckungsvorschriften hielt, überhaupt in der Lage gewesen wäre, wirksame konjunkturpolitische Maßnahmen im Sinne einer planmäßigen

„Steuerung" der Wirtschaft zu ergreifen. Da die Offene Marktpolitik in der Vorkriegszeit nur eine untergeordnete Bedeutung hatte, konnten kreditpolitische Maßnahmen im wesentlichen nur in der Veränderung des Diskontsatzes bestehen. Wenn nun, wie oben festgestellt wurde, das Wesen der starren Notendeckung und des Goldautomatismus darin liegt, daß die Kreditpolitik der Bank von England sich ausschließlich nach dem Volumen der Umlaufsmittel zu orientieren hatte, welches seinerseits durch die vorhandenen Deckungsbestände begrenzt war, so müßte man geradezu eine Lücke in diesem kunstvollen System nachweisen, wenn man die Möglichkeit einer selbständigen, im Interesse der Stützung oder Ankurbelung der Konjunktur gelegenen Diskontpolitik feststellen würde. Wäre das der Fall gewesen, so hätte die Bank von England die Erfüllung der Aufgaben, welche ihr durch die Peels-Akte zugewiesen waren, jederzeit sogar auf legalem Wege paralysieren können.

Eine andere Frage ist es, wie weit die Diskontpolitik, die ausschließlich zur Verteidigung der Währung eingesetzt und je nach Goldzu- und -abfluß verändert wurde, von selbst mit den Erfordernissen einer konjunkturellen Kreditpolitik im Einklang stand. Wenn eine der bedeutendsten Aufgaben der Konjunkturpolitik darin erblickt wird, daß die wirtschaftliche Entwicklung im Aufschwung gezügelt, im Abschwung gestützt werden soll, sodaß Übersteigerungen sowohl der Aufschwungs- als auch der Abschwungstendenzen verhindert werden, so wird man zugeben müssen, daß auch die Art von Diskontpolitik, die die Bank von England im Rahmen des Goldautomatismus zwangsläufig betrieb und die wir mit einem bereits früher einmal gebrauchten Ausdruck als passivkonstatierend bezeichnen können, durchaus geeignet ist, in der Richtung dieser so gekennzeichneten Konjunkturpolitik zu wirken. In der Periode des Aufschwungs ist eine vermehrte Einfuhr von Rohstoffen und Halbfabrikaten, sowie auch, im Zusammenhang mit der Vergrößerung der Nachfrage, die von den neu eingestellten Arbeitskräften ausgeht, eine vermehrte Einfuhr von Lebensmitteln ein selbstverständliches Erfordernis. Diese Vergrößerung der Einfuhr führt auf der Geldseite zu einem starken Goldabfluß, den die Bank von England im Hinblick auf die Verteidigung des Pfundes mit einer Diskonterhöhung jeweils beantwortet hat. Dadurch führt sie eine Kreditrestriktion herbei mit der Folge einer automatischen Verringerung der Geldmenge und eines defla-

tionistischen Preisdruckes. Unter der Voraussetzung, daß dieser Vorgang nicht schon allzufrüh, also in den Beginn des Aufschwungs fällt, liegt seine Wirkung zweifellos in der Richtung, die von uns als eines der Ziele bewußter Konjunkturpolitik erkannt worden ist. Da aber gerade zu Beginn des Aufschwungs noch von der Depression her größere Lagerbestände vorhanden sind, andererseits auch die vermehrte Nachfrage nach Konsumgütern zunächst gar nicht so stark ins Gewicht fallen wird, ist anzunehmen, daß die preissenkende und dadurch wirtschaftshemmende Wirkung der vermehrten Einfuhr tatsächlich erst in der zweiten Hälfte des Aufschwungs einsetzen und sich weit in den Hochschwung hinein erstrecken wird. Deshalb braucht auch eine rein konstatierende Diskontpolitik nicht mit den Zielen der Konjunkturpolitik im Widerspruch zu stehen. Ebenso wie es möglich ist die „Zügelung der Konjunktur" im Aufschwung mit der Verteidigung der Währung in Übereinstimmung zu bringen, kann auch die Notwendigkeit der Stabilisierung des Wechselkurses mit der konjunkturpolitischen Stützungsaktion im Abschwung in einem harmonischen Akkord zusammen klingen. Im Abschwung öffnet sich ja bei freiem weltwirtschaftlichem Güteraustausch das Exportventil; es werden also mehr Güter ausgeführt. Gleichzeitig verringert sich die Einfuhr, weil bei stagnierender Wirtschaftstätigkeit das Ausmaß der zu verarbeitenden Rohstoffe eingeschränkt wird, sodaß sich die Handelsbilanz mehr und mehr aktiviert und Devisen, beziehungsweise Gold in das Land einströmen bei starker Nachfrage nach dem Pfund Sterling. Wenn die Bank darin das Signal zu einer Senkung des Diskontsatzes gesehen hat, um der Wirtschaft den Segen des Goldzuflusses in vollem Ausmaß zukommen zu lassen, so tat sie damit, veranlaßt durch währungspolitische Erwägungen, das gleiche, was sie im Interesse einer planmäßigen Konjunkturpolitik auch hätte tun müssen; sie erleichterte die Kreditversorgung der Wirtschaft und gab damit vielen Unternehmungen die Möglichkeit, die Nakkenschläge der Depression auszuhalten und den Betrieb bis zum Wiederaufschwung mit Hilfe von „Durchhaltekrediten" am Leben zu erhalten.

In einem gesunden Goldwährungssystem ist, wie nachgewiesen wurde, eine Übereinstimmung währungspolitischer Maßnahmen mit konjunkturpolitischen Zielen durchaus möglich, bis zu einem gewissen Grad sogar wahrscheinlich. Damit ist aber nicht gesagt, daß sich dieses günstige Ergebnis zwangläufig einstellen muß. Ein

Blick auf die Konjunkturschwankungen, die in den Jahrzehnten vor dem Krieg den Entwicklungsgang der englischen Wirtschaft kennzeichneten, bestätigt dies nur allzu deutlich. Das Zeitinterval, das zwischen den Veränderungen des Diskontsatzes aus Anlaß der Währungsverteidigung und dem im Interesse der konjunkturellen Anpassung nötigen Einsatz lag, hatte häufig ebenso bedenkliche Auswirkungen wie das Zuströmen und Abströmen von kurzfristigem Auslandskapital, so weit es durch politische Gründe motiviert war. Gerade das politische Moment bedingt im Wesentlichen das Auseinanderfallen der Ergebnisse von internationaler Zahlungsbilanz und Handelsbilanz. Wenn diese beiden Faktoren, das Zeitinterval und die Auslandskredite nicht so eine entscheidende Bedeutung hätten, so würde der Goldzufluß und der Goldabfluß die jeweilige Lage der binnenwirtschaftlichen Entwicklung viel exakter widerspiegeln, als es selbst im System freiesten internationalen Güteraustauschs jemals der Fall war.

Nun besteht ja das Ziel der Konjunkturpolitik nicht nur darin, die Schwankungen des Zyklusses zu nivellieren, sondern sie soll auch den Wiederaufschwung dadurch fördern, daß sie die Bereitstellung der für die Finanzierung der Investitionen erforderlichen Kapitaldispositionen gewissermaßen auf „Vorschuß" ermöglicht. Wie schon dargelegt wurde, geht dies teilweise davon aus, daß nur durch das Eingreifen des Staates letzten Endes eine tiefgreifende Krise überwunden werden kann. Der Gedanke, daß die Bank von England, solange sie dem Currency-Principle verpflichtet war, in dieser Hinsicht zum Wiederaufschwung hätte beitragen können, wäre eine „contradictio in adjecto"; denn das System der automatischen Verknüpfung von Gold und Warenpreisen entsprang ja gerade jenem in den 40er Jahren in England vorherrschenden, antimerkantilistischen Wirtschaftsdenken, dessen Hauptpostulat die völlige Nichtintervention des Staates in die Wirtschaftsentwicklung war. Die Bank von England sollte gewissermaßen der Garant einer Wirtschaftsentwicklung sein, die sich ganz von selbst aus dem internationalen Kräftespiel — vermittelt durch die Preisrelationen — ergab. In diesem Sinn konnte es zwischen Staatskonjunktur und Währungsstabilität keine Brücken geben. Die Bank von England hätte ihrer vornehmsten Aufgabe, der Verteidigung und Stabilisierung des Pfundes untreu werden müssen, wenn sie ihre Diskontpolitik irgendwie bewußt für die Zwecke einer Ankurbelung der Wirtschaft durch Erleichterung staatlicher Investitionen eingesetzt hätte.

Wie die bisherigen Ausführungen über die Funktion und die konjunkturpolitische Bedeutung des Prinzips der hundertprozentigen Notendeckung durch Gold zeigten, hat sich die Bank von England, solange der Goldmechanismus intakt war — und das war während der ganzen Vorkriegszeit der Fall — von autonomer Konjunkturpolitik völlig fern gehalten. Das lag auch, wie wir nochmals zusammenfassend hervorheben wollen, ganz im Sinne der ideologischen Grundlage jener echten Goldwährung, die dem Prinzip der freien Marktwirtschaft nach Idee und Voraussetzung so vollständig entsprach, daß man geradezu festgestellt hat, die Goldwährung sei das der freien Wettbewerbswirtschaft „zugeordnete" Geldsystem. Wie in der freien Wirtschaft der Einzelne, nur nach dem Rationalitätsprinzip handelnd, seine Mittel dort einsetzt, wo er mit einem Minimum an Aufwand ein Maximum an Ertrag erzielt, ohne gesamtwirtschaftliche Erwägungen anzustellen, so hielt sich auch im Goldwährungssystem die einzelne Notenbank, in unserem Falle die Bank von England, grundsätzlich nur an privatwirtschaftliche Überlegungen. Wenn die Reserven sich ausdehnen — das ist bei Goldzufluß der Fall — sorgt sie für eine Erweiterung des Kreditvolumens und wenn ihre Liquidität sinkt, so ergreift sie Maßnahmen zur Einschränkung der Kredite. Und wie in der freien Wirtschaft, gleichsam nach einem ordre naturel dieses Ausrichten an privatwirtschaftlichen Motiven zu einem sinnvollen Ergebnis führt, soweit die notwendigen Voraussetzungen gegeben sind, so hat auch das System der Goldwährung die Probleme des inneren und des äußeren Geldmarktes in zweckmäßigster Weise gelöst, ohne daß die Zentralbankleiter je an ein planwirtschaftliches Vorgehen gedacht hätten.

Bevor wir die Betrachtung des Prinzips der starren Notendekkung der Bank von England abschließen, müssen wir noch die Frage untersuchen, ob die Bank von England in der Vorkriegszeit technisch überhaupt die Möglichkeit gehabt hätte, ihre Diskontpolitik mit einer bedeutenden konjunkturellen Tiefenwirkung auszustatten und ob ihr sonstige Mittel zur Verfügung gestanden wären, eine autonome Kreditpolitik zu betreiben, solange die Goldwährung intakt war. Um Mißverständnissen vorzubeugen wird schon hier darauf hingewiesen, daß in der Periode von 1925 bis 1931 ein zweckmäßiges Funktionieren des Goldmechanismus nicht mehr gegeben war, wenn auch die Bank von England während dieser Zeit noch am Goldstandard festhielt.

Da der Wirkungsgrad der Diskontpolitik in erster Linie abhängig ist von dem Einfluß, den die Notenbank auf den Wechselmarkt hat, sollen zunächst die Beziehungen der Bank von England zu den Billbrokers dargestellt werden, in deren Händen ein großer Teil des englischen Wechselgeschäftes lag. Im Anschluß daran werden wir untersuchen, ob die Möglichkeit und die Ansätze zu einer Offenen Marktpolitik oder zu sonstigen kreditpolitischen Hilfsmitteln in der Vorkriegszeit gegeben waren.

Charakteristisch für die Stellung der Bank von England am Geldmarkt ist ihr verschwindend kleines Wechselportefeuille. Das gilt nicht nur für die Zeit vor dem Krieg, sondern hat sich auch später im wesentlichen nicht geändert. Wir müssen daraus schließen, daß die Bank von England durch Erhöhung und Senkung ihres Diskontsatzes zwar den Kurs des Pfundes verteidigen, beziehungsweise stabilisieren konnte und damit den Goldbestand und die Einhaltung der vorgeschriebenen Deckung des zirkulierenden Bargeldes garantierte, aber ihre Stellung am Wechselmarkt war und ist auch heute noch viel zu schwach, als daß mit dem Mittel der Diskontpolitik allein eine Führung auf konjunkturpolitischem Gebiet möglich wäre. In dieser Hinsicht ist ein Vergleich zwischen der deutschen Reichsbank und der Bank von England aufschlußreich. Wenn wir der Bank von England die deutsche Reichsbank gegenüber stellen, so empfiehlt sich das aus zwei Gründen: erstens sind uns die Verhältnisse der deutschen Kreditverfassung und die sich daraus ergebenden Konsequenzen naturgemäß am geläufigsten und zweitens tritt tatsächlich der große Unterschied in der Bedeutung des Wechselportefeuilles nirgends so augenfällig in Erscheinung wie bei diesem Vergleich. Wir können dabei unbedenklich Bilanzwerte aus dem Jahre 1933 als repräsentativ zugrundelegen, obwohl es sich ja zunächst um eine Darstellung der Verhältnisse, die in der Vorkriegszeit gegeben waren, handeln soll; denn in dem Ausmaß der Wechseleinreichung hat sich bei der Bank von England nicht viel geändert. Die vergleichsweise Gegenüberstellung neuerer Daten bietet dann den Vorteil, daß wir im späteren Abschnitt unserer Untersuchung auf diese Tabelle zurückgreifen können.

Das Wechselportefeuille der Bank von England und der deutschen Reichsbank im Rahmen der Hauptbilanzposten.

Bilanzposten des Jahres 1933	Reichsbank in Mill. RM.	Bank von England in Mill. Pfund
Gold	457	176,1
Deckungsfähige Staatspapiere	—	335,6
Wechsel und Lombardkredite	2983	11,9
Notenumlauf	3373	371,2
Täglich fällige Verbindlichkeiten	396	157,1

Die Aktienbanken reichen bei der Bank von England keine Wechsel zum Diskont ein. Sie folgen damit einer alten Tradition, die aus der Zeit stammt, wo die Bank von England den neu gegründeten Joint Stock Banks, in denen sie Emporkömmlinge sah, die ihr zunächst einen unbequemen Wettbewerb am Geldmarkt machten, die Diskontierung von Wechseln verweigerte. Die jungen Aktienbanken machten jedoch aus der Not eine Tugend und betrachteten es gewissermaßen als Prestigefrage, auf den Rediskont bei der Bank von England zu verzichten, auch als ihre Tätigkeit von der Bank längst nicht mehr als unerwünscht angesehen wurde und direkte Rückgriffe auf die Barmittel der Bank von England durch Einrichtung von Wechseln für sie nicht mehr lebensnotwendig waren. Die Bearbeitung des Wechselmarktes wurde so zur Sonderfunktion der Billbroker und Diskonthäuser. Für die Pflege, die die Bank von England dem Wechselgeschäft angedeihen ließ, war also ihr Verhältnis zu den Billbrokers, zu denen wir hier im Interesse der Vereinfachung auch die Diskonthäuser rechnen wollen, entscheidend. Diese Beziehungen haben im Laufe der Zeit mit der zunehmnden Bedeutung, die die Billbrokers für den gesamten englischen Geldmarkt erlangt haben, starke Veränderungen erfahren, die nicht ohne Rückwirkung auf die funktionellen Zusammenhänge am Geldmarkt geblieben sind.

Ursprünglich waren die Billbrokers reine Vermittler zwischen den Kreditbanken und den Kunden, die von einer geringen Kommission lebten. Von dieser bescheidenen Ausgangsstellung hatten sie sich aber bald zu einer selbständigen Organisation der Vermittlung kurzfristigen Geldkapitals emporgearbeitet. Ihre Tätigkeit ist aus der Entwicklung des englischen Wirtschaftslebens nicht wegzudenken, da sie zu einer Zeit, in der das Bankwesen noch lokal eng begrenzt war, dafür sorgten, daß der Depositen-Überfluß jeweils dorthin geleitet wurde, wo sich fühlbarer Mangel an kurzfristigem Geldkapital dem industriellen Fortschritt hemmend in den Weg zu stellen drohte. Die Verselbständigung der Billbroker führte zu einem Wettbewerb zwischen ihnen und den Kreditbanken um die Erstindossierung guter Handelswechsel, und die daraus resultierende Gefahr einer mißbräuchlichen Verwendung des Wechselkredites, der unter Umständen inflatorische Formen annehmen konnte, führte frühzeitig zu der Untersuchung der Frage, ob es nicht Aufgabe der Bank von England sei, durch Präventivmaßnahmen die Ordnung und Sicherheit am Geldmarkt zu gewährleisten. Die Bank von England hätte in der Weise vorgehen können, daß sie sich gegen das Wechselgeschäft der Billbroker überhaupt verschlossen hätte. Dadurch wäre eine gewisse Einschränkung der Wechselkredite herbeigeführt worden.

Während der zweiten Hälfte des neunzehnten Jahrhunderts stand in dieser Frage Meinung gegen Meinung:

Auf der einen Seite forderten die Gegner einer starken Billbrokerposition eine Politik kluger Zurückhaltung von der Bank von England mit Rücksicht darauf, daß die Bank die einzige Reserve des Landes darstelle; sie müßte deshalb den Rediskontforderungen der Wechselmakler Schranken setzen. Auf der anderen Seite wies man darauf hin, daß es für die Bank von England den völligen Verlust ihres Einflusses auf den Wechselmarkt bedeuten könne, wenn sie die Billbroker nicht mehr zu ihren regelmäßigen Kunden zähle. Wollte die Bank von England diesen engen Kontakt mit dem Geldmarkt beibehalten, dann mußte sie die Voraussetzung dafür in der Weise schaffen, daß sie es den Billbrokern ermöglichte, auf eine eigene Liquiditätsreserve zu verzichten, beziehungsweise diese in der Form von Guthaben bei der Bank von England zu halten. Wenn dann in Zeiten der Spannung die Kreditbanken ausgeliehene Call-Gelder von den Wechselmaklern zurückgefordert hätten, so sollten diese in der Lage sein, durch jeder-

zeit mögliche Rediskontierung von Wechseln bei der Bank von England Bargeld an Stelle der Wechsel treten zu lassen und dadurch den Abrufen der Kreditbanken Folge zu leisten. Erst seit dem Jahre 1890 nimmt die Bank von England in dieser Frage eine entschiedene Haltung ein, indem sie es den Billbrokern ermöglicht, kurzfällige und auch längerfristige Papiere jederzeit bei ihr zum Rediskont einzureichen. Diese Entwicklung war wohl zum wesentlichen Teil dadurch herbeigeführt worden, daß die zeitweilige starke Divergenz zwischen Bankrate und Marktrate zu einer fast völligen Ausschaltung der Bank von England aus dem Wechselgeschäft geführt hätte, womit ihre eine wesentliche Kontrollmöglichkeit über den Geldmarkt verloren gegangen wäre. Aus diesem Grunde ging die Bank von England zu einer Politik enger Zusammenarbeit mit den Billbrokern über und dieses Verhältnis besteht heute noch in der gleichen Weise wie vor dem Krieg. Freilich hat die Schrumpfung des Volumens rediskontfähiger Handelswechsel, welche nur noch einen Bruchteil der Schatzwechsel darstellen, die Bedeutung der Billbroker stark in den Hintergrund treten lassen. Da hier aber die Grundzüge der Kreditverfassung aufgezeigt werden sollen, war es notwendig, auf dieses in England so ausgeprägte Arbeitsteilungsprinzip zwischen Billbrokern und Aktienbanken und dessen Rückwirkung auf die Bank von England hinzuweisen.

Die konjunkturpolitische Beurteilung dieses „Arbeitsteilungsprinzips" hat von der Frage der Einwirkungsmöglichkeit der Bank von England auf die Aktienbanken auszugehen. Der wesentliche Unterschied zwischen der Situation, die wir vom Kontinent her kennen, wo das Wechselmaterial von den Kreditbanken angekauft und von ihnen bei der Zentralnotenbank zum Rediskont eingereicht wird, und den englischen Verhältnissen liegt darin, daß die Kreditbanken stets selbst eine Liquiditätsreserve zu halten haben, während die englischen Billbroker keinerlei Reserven benötigen, weil sie ja jederzeit Zutritt zur Bank von England haben und sich auf dem Wege der Rediskontierung Bargeld verschaffen können. Die Kreditbanken sind infolge ihrer Liquiditätsreserven in der Lage, in Zeiten einer plötzlichen Anspannung und vermehrter Wechseleinreichung den ersten Stoß durch Rückgriff auf ihre eigenen Reserve-Mittel zunächst aufzufangen, ohne die letzte volkswirtschaftliche Reserve, das sind die Bestände der Zentralnotenbank, in Mitleidenschaft zu ziehen. Anders aber ist es, wenn sich das Wechselmaterial in der Hauptsache in den Händen von Wechselmaklern

befindet. In diesem Fall sehen sich beim plötzlichen Einsetzen einer Krise die Kreditbanken gezwungen, ihre an die Billbroker at call oder at short notice ausgeliehenen Gelder sofort zurückzurufen und diese müssen, um in den Besitz der erforderlichen Mittel zu kommen, unverzüglich in erhöhtem Ausmaß Wechsel bei der Bank von England zum Rediskont einreichen. Damit wird also in Krisenzeiten die ganze Verantwortung auf die Bank von England übergehen. Sie bekommt die Möglichkeit die Krise abzuschwächen und die Einleitung des wirtschaftlichen Umschwungs zur Depression möglichst ruhig zu gestalten. Die Bank von England hätte zwar infolge des nachstehend zu behandelnden Einreserveprinzips diese hohe Verantwortung für die Intensität und Auswirkung einer plötzlichen krisenhaften Beanspruchung auch dann zu tragen, wenn die englische Geldmarktverfassung jene Arbeitsteilung am Wechselmarkt nicht aufweisen würde, aber zweifellos wäre dann ihre Führerstellung nicht so ausgeprägt und — was noch wichtiger ist — ihre Aktion würde nicht zwangsläufig gerade im entscheidenden Augenblick einsetzen. Entscheidend aber ist es beim Ausbruch einer Krise den ersten Stoß aufzufangen und zu parieren, der den Geldmarkt aus dem Gleichgewicht bringt, wobei es durchaus nicht gesagt ist, daß dieser erste Stoß nach Umfang und Dauer gleich der heftigste sein muß.

Abschließend stellen wir zur Betrachtung der Stellung der Bank von England am Wechselmarkt fest, daß sich ganz von selbst, ohne daß es irgendwelcher marktregelnder Maßnahmen zu Gunsten der Bank von England bedurft hätte, ein Ordnungsprinzip entwickelt hat, das der Zentralbank auch hier eine gewisse Machtposition sichert. Wenn sie im entscheidenden Augenblick, nur nach dem Rationalprinzip handelnd, sich dem Billbroker gegenüber so verhält, wie es jede Privatbank in der gleichen Situation ihrem Kunden gegenüber tun müßte, so liegt ihr Handeln unbewußt in der Richtung, die wir für die Konjunkturpolitik als maßgebend bezeichnet haben. Allerdings müssen wir uns, wenn wir diesen Sachverhalt auf der Aktivseite verbuchen, vor Augen halten, daß ja im Rahmen der gesamten Kreditpolitik dieser Tatbestand nicht allzuschwer wiegen kann, weil die Bank von England prinzipiell ihr Wechselportefeuille soweit wie möglich einschränkt, indem sie durch eine entsprechend hohe Diskrepanz zwischen ihrem Diskontsatz und dem Marktsatz für Bankakzepte den Strom von Wechseln konstant von sich fern hält.

Die Ausführungen über den Wechselmarkt sollten zeigen, daß die Bank von England, selbst wenn ihr durch die Verknüpfung ihrer Diskontpolitik mit dem Goldmechanismus die Möglichkeit einer freizügigen Manipulierung ihres Diskontsatzes zu Gunsten einer autonomen Kreditpolitik nicht verchlossen gewesen wäre, in der Vorkriegszeit mit solchen Maßnahmen doch kaum beachtenswerte Effekte hätte erzielen können. Es wird später zu berücksichtigen sein, daß diese Feststellung auf die heutige Lage der Bank von England zumindest in dem gleichen Maße zutrifft; tendenziell scheint sich die Entwicklung eher noch in negativer Richtung verstärkt zu haben, was auf die Verdrängung des Handelswechsels durch den Schatzwechsel in der Kriegs- und Nachkriegszeit zurückzuführen ist. Es empfiehlt sich nun im Anschluß an diese Betrachtung auf die Methode der Offenen Markt-Politik in der Vorkriegszeit einzugehen, um zu zeigen, wie auch von dieser Seite her eine Durchbrechung des Prinzips eines absolut passiven Verhaltens gegenüber allen konjunkturpolitischen Forderungen von der Bank von England weder beabsichtigt noch möglich war.

Es wurde gezeigt, daß die Bank von England größten Wert auf ein stets gleichbleibendes Niveau an Darlehensbeständen legte; sie hielt diesen Posten praktisch dauernd so niedrig wie möglich. Die gleiche Tendenz, eine kontinuierliche Linie in der Entwicklung des Status der Bank beizubehalten, mußte auch die Veränderungen des Postens „Investierungen" in enge Schranken zwängen. Unter Investierungen fassen wir die Anlagen zusammen, die die Bank von England auf Grund eigener Initiative ankauft; es sind also sowohl langfristige Wertpapiere, als auch Wechsel, die die Bank am offenen Markt erwirbt, insbesondere Schatzwechsel und Schatzanweisungen. Nichts deutet darauf hin, daß sich die Leiter der Bank von England vor dem Krieg bewußt gewesen wären, welches starke, konjunkturpolitische Mittel ihnen mit der Möglichkeit des freien Verkaufs, beziehungsweise Kaufs von Wertpapieren am offenen Markt gegeben war. Für die Vorkriegszeit verdient nur der Sonderfall Erwähnung, daß die Bank von England gelegentlich, wenn von einer zu großen Divergenz zwischen Goldmarktzins und offiziellem Diskontsatz ungünstige Rückwirkungen auf den Devisenmarkt und damit auf etwaige Goldbewegungen zu befürchten stand, ihre Diskontpolitik durch Verkauf am offenen Markt ergänzte. Sie verkaufte dann Consols gegen Kasse und kaufte sie gleichzeitig auf Termin wieder zurück. Dadurch erreichte sie, daß der Marktsatz

vorübergehend in die Höhe ging; denn die Mittel die dem Geldmarkt durch den Verkauf entzogen wurden, führten vorübergehend eine gewisse Verknappung auf diesem herbei. Über diese gelegentliche Ausschaltung unerwünschter Goldbewegungen in nicht gerade nennenswertem Umfang ging jedoch die Bank von England nie hinaus. Von systematischen regelmäßigen Operationen am offenen Markt, durch die etwa die saisonmäßigen Zuflüsse und Abflüsse von Gold, welche nicht unbeträchtliche Veränderungen im Depositenbestand der Bank von England mit sich brachten, hätten kompensiert werden können, wollten die Leiter der Bank von England nichts wissen. Die Verfassung des Geldmarktes war so gefestigt und die wirtschaftliche Gesamtsituation so stabil, daß die regelmäßigen Veränderungen der Reserven der Bank von England, die im Lauf eines Jahres ein Ausmaß von 25 bis 30% aufzuweisen pflegte, unbedenklich in Kauf genommen werden konnten. Man hätte es für viel gefährlicher gehalten an der zur Tradition gewordenen Zusammensetzung und Größe der einzelnen Posten des Bankstatuts durch eigenwilliges Eingreifen zu rütteln.

In diesem Zusammenhang verdient eine Diskussion erwähnt zu werden, die nach der Krise von 1857 über die Frage, inwieweit es möglich ist, die Public Securities als Mittel der Kontrolle über den Geldmarkt zu benützen, einsetzte. Als in den damaligen Parlamentsverhandlungen der Schatzkanzler Gladstone, als Vorsitzender, an den Gouverneur der Bank von England die Frage richtete, ob der Verkauf von Public Securities als brauchbares Mittel zur Beeinflussung des Geldmarktes angesehen werden könne, verneinte der Gouverneur diese Frage mit folgender Begründung: Der Verkauf von Public Securities hat lediglich die Folgewirkung, daß das Aktivvermögen der Bank von England von dem Konto Public Securities auf das Konto Other Securities verlagert wird und zwar in der Hauptsache auf das Wechselkonto. In Zeiten der Krise sei nämlich die am Geldmarkt befindliche Kapitaldisposition gerade noch ausreichend, um die Bedürfnisse der Industrie einigermaßen zu befriedigen. Wenn nun durch den Verkauf von Public Securities und zwar insbesondere langfristiger Wertpapiere der Kapitalmarkt künstlich geschwächt werde, so sei die natürliche Folge davon, daß sich der Kapitalmarkt die erforderlichen Mittel an Kapitaldisposition zunächst kurzfristig am Geldmarkt zu beschaffen suche, was dazu führen müßte, daß die Zahl der Wechseleinreichungen in die Höhe ging. Deshalb führe der Verkauf von Public

Securities keineswegs dazu, die Notenreserve der Bank von England durch Verminderung ihrer Investment-Bestände zu vergrößern, sondern nur zu einer Umgruppierung innerhalb der Securities in dem oben angedeuteten Sinn.

Daß die Bank von England heute, wo das Mittel der Offenen Marktpolitik eine so überragende Bedeutung gewonnen hat, die von dem Gouverneur angedeutete Gefahr geschickt zu meistern weiß, wird später noch zu zeigen sein. Hier wurde dieses Beispiel nur deshalb angeführt, weil es zeigt, in welchem Geiste überhaupt die Fragen der Offenen Marktpolitik erörtert wurden. Die Antwort des Gouverneurs beweist, daß er überhaupt nur einen Fall als relevant betrachtete, nämlich den, ob es in Krisenzeiten möglich sei, mit Hilfe des Verkaufs von Wertpapieren die Notenreserve der Bank von England zu erhöhen; dagegen lag es ihm fern, seine Untersuchungen auch darauf auszudehnen, ob man überhaupt mit diesem Mittel eine Anpassung des Geldmarktzinses an den natürlichen Zins im Sinne einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Schwankungen ermöglichen könne. Diese Einstellung ist nicht nur für das Jahr 1857 zutreffend, sondern sie ist im wesentlichen bis zum Ausbruch des Weltkrieges unverändert beibehalten worden. Erst als sich durch die Erfordernisse der Kriegsfinanzierung der Bankstatus grundsätzlich gewandelt hatte, ging man dazu über, die Offene Marktpolitik als Mittel konjunkturpolitischer Führung überhaupt näher ins Auge zu fassen.

b) Die Kontrollmöglichkeiten der Bank von England über das kurzfristige Kreditvolumen: Einreserve-System.

Solange der Goldwährungsmechanismus intakt war, verzichtete die Bank von England auf autonome Diskont- und Offene Marktpolitik. Auf gewissen Gebieten mußte sie sogar auf solche Möglichkeiten schon aus technischen Gründen verzichten, was insbesondere für die Diskontpolitik zutrifft. Es wurde gezeigt, wie der Goldautomatismus als ordnendes Prinzip dahin wirkte, daß der Wirtschaft jeweils die erforderliche Geldmenge zur Verfügung stand, gleichgültig, ob das Geld in Form von Goldmünzen zirkulierte oder in der Form von Noten, die ja, solange das starre Notendeckungsprinzip gewahrt blieb, ebenfalls so gut wie Gold waren.

Dadurch war eine gewisse Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung, ein automatischer Ausgleich konjunktureller Schwankungen gewährleistet. Diese Tendenz zum Gleichgewicht hätte theoretisch nur dadurch beeinträchtigt werden können, daß die Veränderungen der Geldmenge, bestehend aus Gold und Banknoten in ihrer Auswirkung sich der Wirtschaft nicht in vollem Umfang mitgeteilt hätten, weil private Kreditbanken das Volumen des Giralgeldes in einer entgegengesetzten Richtung hätten verändern können. Das hätte zur Folge gehabt, daß sich die Gesamtgeldmenge, die sich aus Bargeld und Giralgeld zusammensetzt, der Kontrolle der Bank von England entzogen hätte. Bei Erlaß der Peel's Akte hatte man diese Möglichkeit keineswegs zu berücksichtigen; denn damals fußte die englische Geldverfassung vollständig auf der Versorgung der Wirtschaft mit baren Mitteln. Erst im Laufe der Zeit entwickelte sich die Geldwirtschaft zur Kreditwirtschaft in dem Sinne, daß der Umlauf von Gold und Noten mehr und mehr hinter dem Giralgeld zurücktrat. Daß man in England schon sehr früh von dem Transfer barer Mittel dazu überging, Zahlungen durch Ausstellung von Schecks, beziehungsweise Überweisungen von Bank zu Bank vorzunehmen und infolgedessen den bargeldlosen Zahlungsverkehr lange vor den kontinentalen Wirtschaften zu einem wohlorganisierten System ausbaute, ist in der Hauptsache gerade auf die Peel's Akte zurückzuführen. Das in diesem Gesetz verankerte Prinzip der starren Notendeckung hatte zur Folge, daß in Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs, wo vermehrte Lohnzahlungen und größere Rohstoffbeschaffungen einen Mehrbedarf an Zahlungsmitteln hervorriefen, eine Knappheit an Geldmitteln eintrat; denn in Zeiten des Wirtschaftsanstiegs führte vermehrte Einfuhr zu einer Passivierung der Handelsbilanz. Daraus ergaben sich Goldabflüsse, die die Bank von England mit einer Steigerung des Diskontsatzes zu beantworten hatte, was zwangsläufig zu einer Kreditrestriktion und Verringerung des Notenumlaufes führte. Da aber die Binnenwirtschaft ein Mehr an Noten benötigte, machte sie sich den Ausweg bargeldloser Zahlungen zunutze und so ist es auf das starre Notendeckungsprinzip zurückzuführen, daß in England das Schecksystem — die Überweisungen spielen bemerkenswerterweise eine geringere Rolle — so stark in den Vordergrund tritt. Gefördert wurde diese Entwicklung auch dadurch, daß die großen Kreditbanken das ganze Land mit zahlreichen Depositenkassen überzogen: England hat etwa 11 000 Bankzweigstellen, wobei Schottland, das ein eigenes, anders geartetes Notensystem hat

und deshalb im Rahmen dieser Betrachtung nicht berücksichtigt zu werden braucht, ebenso wie Irland ausgenommen sind. Demgegenüber zeigt die Zahl der deutschen Depositenkassen, etwa 2 000, daß bei uns der Zahlungsverkehr weit weniger in der Hand der Depositenbanken liegt, wie es in England der Fall ist. Dafür hat die Bank von England als Trägerin des englischen Zahlungsverkehrs nie die Bedeutung erlangt wie etwa die Reichsbank: 454 Reichsbankfilialen in Deutschland stehen nur 10 Filialstellen der Bank von England gegenüber. Da die englischen Depositenbanken das Gironetz so sorgfältig organisiert hatten, war es für die Bank von England auch gar nicht nötig, zur Regelung des Zahlungsverkehrs eigene Filialen zu unterhalten.

Obwohl das Giralgeld der englischen Kreditverfassung schon so frühzeitig seinen Stempel aufzudrücken vermochte und obwohl dadurch die Kreditbanken eine ungeheure Machtfülle am Geldmarkt hatten, war die Gesamtgeldversorgung, als Summe von Bargeld und Kreditgeld auch in Zeiten des Automatismus intakt und stand vollständig unter dem Einfluß der Bank von England. Der Grund dafür liegt in dem Abhängigkeitsverhältnis der Kreditbanken von der Bank von England, an dem sich auch durch den Krieg und während der Nachkriegszeit im Prinzip nichts geändert hat. Mehr als in irgend einem anderen Lande ist die Bank von England „die Bank der Banken", weil nach und nach alle Banken dazu übergegangen sind, ihre Reserve bei der Bank von England zu halten. Die Entwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs macht es den Banken möglich, ihre eigene Reserve so klein wie möglich zu halten und die Bereitstellung desjenigen Bargeldvorrates, den sie nicht unbedingt zur Abwicklung der täglichen Kasseumsätze benötigen, den Banken der jeweils höheren Ordnung aufzubürden. Für die Provinzbanken — soweit sie keine Filialen in London unterhalten — sind dies die Londoner Aktienbanken, für diese wiederum die Bank von England, sodaß schließlich die Bargeldreserve des Landes allein bei der Bank von England liegt. Daß die Londoner Aktienbanken nicht von Anfang an der Bank von England diese Führerstellung eingeräumt haben, sondern zunächst in schärfster Gegnerschaft zu ihr standen, wurde bei der Darstellung des Billbroker-Geschäftes bereits hervorgehoben. Daß sie nach Beendigung dieser Feindschaft dazu übergingen, ihre Primärliquidität in dem Posten „Guthaben bei der Bank von England" anzulegen, beweist, daß sich die Aktienbanken ganz und gar von privatwirtschaftlichen Rentabilitätserwägungen leiten ließen: sie

verfolgten das Prinzip, ihre Aktiva in dem größtmöglichen Umfang in werbenden Anlagen unterzubringen, seien es kurzfristige advances in der Form von overdrafts oder Wechseln, seien es langfristige investments; den Rest aber, den sie aus Gründen der Liquidität weder ausleihen noch langfristig investieren durften, deponierten sie bei der Bank von England. So entstand das für die Kreditverfassung Englands charakteristische Einreservesystem, innerhalb dessen die Zentralnotenbank die vollständige Kontrolle über die Bestände, die man im allgemeinen „Kasse" der Banken nennt, hat. Daß zu dieser „Kasse" außer den Depositen bei der Bank von England auch noch gewisse Bargeldbestände zählen, schwächt die Bedeutung dieser Feststellung keineswegs ab, weil infolge des überwiegend bargeldlosen Zahlungsverkehrs der Bargeldbetrag, den die Banken in ihrer sogenannten „Handkasse" halten müssen, gegenüber den Einlagen bei der Bank von England verschwindend gering ist.

Wenn die Bank von England die „Kasse" der Kreditbanken des Landes führt, so hat sie damit die Möglichkeit, auch die Giralgeldschöpfung dieser Banken zu kontrollieren; denn die täglichen Geschäfte der Depositenbanken, also insbesondere auch ihre Giralgeldbildung ist bedingt und begrenzt durch die Höhe ihrer Kassebestände. Durch die Kenntnis der Kassebestände, auf die die Bank von England durch Vermehrung und Verminderung der Notenmenge Einfluß nehmen kann, kann sie auch die Menge des von den Kreditbanken zu schaffenden Giralgeldes bestimmen; denn die Bank von England kann sich darauf verlassen, daß die Aktienbanken freiwillig eine konstante Relation zwischen ihren Kassebeständen, das sind in der Hauptsache die Guthaben bei der Bank von England und den Depositen, zu denen das Giralgeld gehört, einhalten. Nach dem Mac Millan Report beträgt diese „Proportion" durchschnittlich 10—11%. Die Kreditbanken könnten demnach ungefähr das zehnfache ihrer Kassenhaltung bei der Bank von England als totalen Kredit gewähren. Der Einfluß, den die Bank von England vor dem Krieg und auch heute noch auf die Bildung des Giralgeldes hat, beruht also, wie hier zusammenfassend festgestellt werden soll, auf 2 Grundzügen der englischen Kreditverfassung: dem Einreservesystem und dem Festhalten der Aktienbanken an einer bestimmten Relation zwischen Kasse und Depositen. Von den Kreditbanken her wurde also das System des Automatismus in seiner Auswirkung auf die wirtschaftliche Entwicklung nicht gestört.

Heute erkennt man die Vorzüge dieser Führerstellung der Bank von England gegenüber den Kreditbanken und ist bestrebt, sie fest zu verankern, womöglich sogar durch Einführung gesetzlicher Bestimmungen über die Höhe der Liquiditätsreserve, die die Aktienbanken zu halten haben. Daß man die Vorzüge des Einreservesystems nicht immer so positiv beurteilt und seine Einfachheit und Folgerichtigkeit nicht richtig zu schätzen wußte, beweist die Stellungnahme Walter Bagehot's zu dieser Frage in seinen Äußerungen vor dem Committee on Bancs of Issue im Jahre 1857[1]), in denen er diese Entwicklungen keineswegs gut hieß. Er bezeichnete das englische Einreservesystem als „anomaly" und sagte wörtlich: but there it is and we must, I suppose, go on with the banking system, into which we were borne, because we cannot change it. Die englische Konstruktion, nach der die letzte Reserve des Landes bei der Zentralnotenbank liegt, scheint ihm theoretisch durchaus nicht vertretbar zu sein. Den Hinweis, daß sich dieses Reservesystem auch in Zeiten der Panik durchaus bewährt habe, daß die Reserven sich nicht verringert hätten, sondern im Gegenteil noch gewachsen seien, weist er mit folgender Begründung zurück: Die Reserven wachsen, weil die Banken im Falle einer Krise den Billbrokers Wechsel zum Einlösen vorlegen. Die Billbrokers seien dadurch gezwungen, ihrerseits andere Wechsel bei der Bank von England zum Rediskont einzureichen. Da aber die Banken das von den Billbrokers erhaltene Geld nicht wieder in der Form von call loans bei diesen anlegen, sondern bei der Bank von England, werden dem Geldmarkt gerade dann, wenn er flüssige Mittel dringend benötige, Gelder in großem Ausmaß entzogen. Würden dagegen die Kreditbanken selbst eine genügend hohe Reserve an baren Mitteln halten in der Form von Gold oder Noten, so hätten sie es nicht nötig, aus Sorge um ihre Liquidität, auf dem Umweg über die Billbrokers dem Geldmarkt plötzlich flüssige Mittel zu entziehen, gerade wenn diese dort besonders nachgefragt seien.

Die Ausführungen Bagehot's wurden an dieser Stelle deshalb wiedergegeben, weil sie deutlich zeigen, wie alle Prinzipien und Organisationsformen der englischen Kreditverfassung von den englischen Finanzleuten in der Vorkriegszeit stets nur unter dem Gesichtspunkt einer plötzlich auftretenden Krise betrachtet wur-

[1]) Vergleiche T. E. Gregory: Select Statutes, Documents & Reports Relating to British Banking 1832—1928, London 1929, Bd. 2, S. 175.

den, während man keineswegs an die Wirkungen dachte, die solche Prinzipien für den Ablauf der wirtschaftlichen Wellenbewegungen haben konnten.

2. Das Verhältnis der Bank von England zu Staat und Ausland.

Nach unseren früheren Ausführungen über den grundsätzlichen Wandel der staatlichen Konjunkturpolitik ist es verständlich, daß das Interesse des Staates an der Kreditpolitik der Bank von England in der Vorkriegszeit wesentlich geringer war als heute. Erst in der Nachkriegszeit beginnt das Bestreben des Staates, das zentrale Kreditinstitut des Landes möglichst unter seine Kontrolle zu bringen.

Wie sich bei der folgenden Darstellung der Beziehungen, die zwischen dem Staat und der Bank von England vor dem Krieg bestanden, zeigt, wies das frühere Verhältnis schon eine Reihe von Ansatzpunkten auf, die der Staat im Interesse seiner aktiven Konjunkturpolitik heute planmäßig ausbaut.

Die Tätigkeit der Bank von England im Dienste der staatlichen Finanzpolitik ist für die Vorkriegszeit in erster Linie dadurch gekennzeichnet, daß der Bank von England die gesamte Kassenführung für den Staat obliegt. Der Posten Public Deposits des Banking Departements zeigt die Veränderungen des Zentralkontos des Exchequers bei der Bank an. Sämtliche Einnahmen des Staates aus Zöllen, Steuern, Stempelabgaben, Post- und Telegrafenverwaltung, Wald- und Forstkommissariat werden bei der Bank von England eingezahlt, die aus diesen Mitteln den Zahlungsverkehr zwischen der Staatskasse und den Privaten regelt.

Auf die Gesamt-Kreditpolitik sind die Maßnahmen, die der Staat ergreift, um sich von der Bank von England die benötigten Kredite zu beschaffen, von größerer Bedeutung als die Tatsache der Kassenführung. Es lassen sich drei Hauptformen der Darlehensgewährung unterscheiden:

a) Die Bank gibt dem Staat direkte Vorschüsse, die meist niedrig verzinst sind und durch Staatsschuldverschreibungen in Höhe der gesamten Forderung gedeckt sind. Diesem Vorgang liegt in vielen Staaten eine gesetzliche Regelung zu Grunde: in England ist das nicht der Fall. Die Mittel, die der Schatzkanzler

benötigt, werden ihm als „way and means advances" zur Verfügung gestellt, auf die der Schatzkanzler zur Erfüllung seiner Zahlungsverpflichtungen Schecks zieht. Soweit dieser Vorgang zu einer Vermehrung des Geldumlaufs führt, wird er durch Ausgabe von Treasury Bills kompensiert.

b) Ein vorübergehender Finanzbedarf zur Deckung eines zeitweiligen Kassenbedürfnisses wird dadurch überbrückt, daß der Schatzkanzler bei der Bank von England Schatzwechsel, sogenannte Treasury Bills und Exchequer Bonds zum Diskont einreicht. Diese Mittel dienten früher im wesentlichen zum Ausgleich vorübergehender Spannungen, die sich aus dem Unterschied zwischen Eingang und Ausgang an Geldmitteln ergaben.

c) Die Bank kauft Staatspapiere an und bildet damit einen Reservefonds für den Schatzkanzler. Durch diese Maßnahme ist es in gewissem Umfang auch möglich, auf den Kurs der inländischen Staatsschuldverschreibungen einzuwirken. Auch hier ist hervorzuheben, daß die Bank von England zum Ankauf solcher Werte keineswegs verpflichtet werden konnte und solche Aktionen in der Vorkriegszeit auch nie in großem Ausmaß stattfanden.

Die unter b) und c) angeführten Formen der Darlehensgewährung sind es, auf denen sich in der Nachkriegszeit die staatliche Kreditpolitik aufbaute: Durch Ausgabe von Schatzwechseln, die den Handelswechsel mehr und mehr verdrängten, gewinnt der Staat systematisch eine Kontrolle über die Kreditbedingungen, insbesondere Zinshöhe, und durch die rege An- und Verkaufspolitik von langfristigen Staatspapieren treibt die Bank von England bewußt Konjunkturpolitik zugunsten staatlicher Initiative, indem sie den besonderen staatlichen Konsolidierungsnotwendigkeiten Rechnung trägt. Zusammenfassend läßt sich also feststellen, daß in der Vorkriegszeit der Staat selbst auf die Politik der Notenbank keinen direkten Einfluß ausübte, obwohl er rege geschäftliche Beziehungen unterhielt und obwohl ihm Eingriffe in die Kreditpolitik der Bank von England durchaus möglich gewesen wären.

Während sich das Verhältnis der Bank von England zum Staat in der Richtung einer immer größeren Einflußnahme des Staates auf die kreditären Maßnahmen der Bank entwickelt hat, wodurch die Bedeutung ihrer konjunkturpolitischen Führung zweifellos ver-

größert wurde, war die Position der Bank von England am internationalen Kreditmarkt in der Vorkriegszeit wesentlich gefestigter als nach dem Krieg. In der Vorkriegszeit war England der „Bankier der Welt". Das umfangreiche Auslandsgeschäft, bedingt durch die Abhängigkeit der britischen Inseln von der Einfuhr aus anderen Ländern und durch die traditionelle Führerrolle, die England als Spediteur der ganzen Welt spielte, hat die nationale Wirtschaft aufs engste mit dem internationalen Tauschverkehr verbunden. Die Engländer bemühten sich deshalb auch alle finanziellen Transaktionen, die im Zusammenhang damit auftraten, durch ihre eigenen Banken vornehmen zu lassen. Das war ihnen umso leichter möglich, als die englische Währungspolitik die unbedingte Gewähr dafür bot, daß man für ein Akzept, das auf eine englische Bank lautete, jederzeit durch Verkauf in London Gold erhalten konnte. Von ganz besonderer Bedeutung war dabei, daß der Goldmarkt noch bis zum Jahre 1930 völlig frei war und die Notenbank keinerlei diskontpolitische Hilfsmaßnahmen, etwa in der Form einer Prämienbelastung bei Einlösung von Noten oder Depositen in Gold, oder in der Form eines Goldausfuhrverbotes ergriffen hatte. (Der Zeitraum von 1914 bis 1925 bleibt hierbei als Sonderfall unberücksichtigt.) Der Londoner Akzeptmarkt hatte einen Umfang, der weit über den Rahmen der Finanzierungsgeschäfte hinausging, die durch die eigenen Tauschhandlungen mit dem Ausland hervorgerufen wurden. Infolge dieser führenden Stellung am internationalen Geldmarkt konnte die Bank von England mit Hilfe ihrer Diskontpolitik über den Londoner Akzeptmarkt auf die Entwicklung des internationalen Kreditgeschäftes maßgebenden Einfluß ausüben. Jede Änderung ihrer Diskontrate, nach der sich auch der Satz für Bankakzepte ausrichtete, wirkte auf die Nachfrage des Auslandes nach englischen Krediten und konnte dadurch dem Ausland den Rückgriff auf den englischen Kreditmarkt erschweren oder erleichtern, je nachdem es unter Berücksichtigung der binnenwirtschaftlichen Entwicklung zweckmäßig erschien. Freilich brachte die starke Stellung Englands am internationalen Akzeptmarkt auch gewisse Einwirkungen auf den Diskontsatz der Bank von England mit sich. Damit war die Möglichkeit gegeben, daß irgendwelche Ereignisse außerhalb der englischen Wirtschaft die Gestaltung der Dikontrate wenigstens vorübergehend mit bestimmten und sich dadurch als störendes Moment in der gesamten Wirtschaftspolitik bemerkbar machen konnten. Die amerikanische Kreditpolitik ist in dieser Hinsicht von jeher vergleichsweise viel freier gewesen;

denn der New Yorker Akzeptmarkt hat bei allen Fortschritten, die in der Kriegs- und Nachkriegszeit erzielt wurden, nie eine derart führende Stellung innerhalb des amerikanischen und des internationalen Geldmarktes eingenommen wie der Londoner Akzeptmarkt. Mag das nun auf die Tatsache zurückzuführen sein, daß die Bankakzepte in Amerika lange Zeit hindurch nicht zum Rediskont zugelassen waren, oder daß die Federal-Reserve-Banken keineswegs gewillt waren, solche Akzepte zu Vorzugssätzen zu rediskontieren, jedenfalls ist das Ergebnis dieser Zurückhaltung in der größeren Stabilität der amerikanischen Diskontpolitik erkennbar. Die Amerikaner wollten und brauchten sich in ihrer Kreditpolitik von Rücksichten auf den Akzeptmarkt nicht leiten zu lassen.

Im Ganzen gesehen, sind zweifellos die Vorzüge überwiegend, die sich aus der starken Stellung Englands am internationalen Geldmarkt ergeben. Wenn dem nicht so wäre, so könnten wir die starke Propaganda nicht verstehen, die gerade in den letzten Jahren in Amerika für eine Änderung der Anlagenpolitik getrieben wird. Man will die Anlage freier Mittel am Call-loan-Markt zu Spekulationszwecken zurückdrängen zu Gunsten einer vermehrten Anlage in Bankakzepten, mit denen Amerika seine Geltung am Weltkreditmarkt festigen will.

In dem Rückgang des Rembours-Geschäftes zeigt sich, daß England gegenwärtig die beherrschende Stellung, die es früher inne hatte, nicht mehr besitzt. Das mag hauptsächlich auf die Folgewirkungen der Weltwirtschaftskrise zurückzuführen sein, sowie auch auf das Vordringen Amerikas. Daneben darf aber die Wandlung, die in der Pflege der internationalen Kreditbeziehungen überhaupt vor sich gegangen ist, nicht unberücksichtigt bleiben. Die Bedeutung des Akzeptmarktes ist dadurch stark gesunken, daß nicht mehr rein wirtschaftliche Erwägungen die Kreditgewährung im internationalen Verkehr bestimmen, sondern vielfach außerwirtschaftliche, politische Motive entscheidend sind. Die Bank von England wurde dadurch am internationalen Geldmarkt in eine gewisse Abwehrstellung gedrückt, deren Methoden im Rahmen der Betrachtung der Offenen Marktpolitik gewürdigt werden sollen.

Der zweite Teil der vorliegenden Abhandlung soll durch folgende kurze Zusammenfassung der Konjunkturpolitik der Bank von England in der Vorkriegszeit abgeschlossen werden:

1. Der Goldautomatismus brachte die Währungspolitik mit der Wirtschaftspolitik vollständig in Übereinstimmung, so daß die Bank von England auf autonome Diskont- und offene Markt-Politik zum Zweck der Regulierung der Geldmenge verzichten konnte.

2. Die Bank von England hatte die absolute Führung am Kreditmarkt. Nach der Veränderung ihrer Reserve richtete sich, wie auch heute noch, die Gesamtmenge des Kreditgeldes, welches die Privatbanken schaffen können.

3. Der Staat nahm auf die Gestaltung der Kreditpolitik der Bank von England keinen maßgeblichen Einfluß.

4. Die Bedeutung des Londoner Akzeptmarktes für die weltwirtschaftlichen Kreditbeziehungen gab der Bank von England die Möglichkeit, Störungen, die von außen her den Ablauf der Binnenwirtschaft hätten beeinträchtigen können, im Rahmen ihrer normalen Funktionen abzuwehren.

III. Teil.

Die Konjunkturpolitik der Bank von England in der Nachkriegszeit.

1. Autonome Diskont- und Offene Markt-Politik.

Mit der im Jahre 1931 erfolgten Aufgabe des Goldstandards wurde dem Umstand Rechnung getragen, daß durch den Krieg und die fehlerhafte Nachkriegspolitik die Voraussetzungen des Goldmechanismus grundlegend geändert worden waren. Eine weitere Beibehaltung des Goldstandards hätte angesichts des völligen Versagens des alten Systems eine unerträgliche Belastung für die englische Wirtschaft bedeutet. Für die Kreditpolitik der Bank von England ist der strukturelle Wandel, der sich mit der Beseitigung des starren Notendeckungsprinzips, die im Jahre 1914 eingeleitet wurde, ergab, sowie die endgültige Aufgabe des Goldstandards im Jahre 1931 von größter Bedeutung. Deshalb sind zunächst einige Bemerkungen über die entscheidenden Etappen vorauszuschicken, in denen sich die neue Formgebung der Bank von England vollzog. Sicher hätte ihre konjunkturell orientierte Kreditpolitik einen wesentlich geringeren Erfolg, wenn nicht das System der englischen Geldverfassung selbst, insbesondere die Prinzipien der Notenemission der Bank von England grundlegend geändert worden wären.

Die Bank von England hat sich seit dem Erlaß der Peels-Akte von 1844 durchaus an das Prinzip der starren Notendeckung gehalten. Nur dreimal hatte man, da besondere Notstände eine sofortige Hilfsaktion erforderlich machten, die Bestimmung, daß die Bank nur soviel Noten ausgeben darf, als durch Gold gedeckt werden können, vorübergehend außer Kraft gesetzt. Erst die Currency and Bank Notes Act vom 6. August 1914 bedeutete einen Wandel im Prinzip. Durch die dem Schatzamt erteilte Ermächtigung „Currency-Noten im Betrage von 1 Pfund und 10 sh. zu emittieren, die im Vereinigten Königreich in der gleichen Art und im gleichen Um-

fang wie die Sovereigns und Half-sovereigns Währungsgeld sein sollen und als gesetzliches Zahlungsmittel in unbeschränkter Höhe gelten", wurde ein Notstandsgeld geschaffen, das seine Deckung nur zu einem geringen Teil in Gold hatte, in der Hauptsache jedoch im Kredit, der dem Schatzamt von der Bank von England eingeräumt wurde. Der Wortlaut dieses Gesetzes trug zwar der formellen Voraussetzung des Goldstandards, daß alle Noten in Gold einzulösen seien, noch Rechnung: Laut Artikel 1 Absatz 3 hat der Inhaber von Currency-Noten das Recht, von der Bank von England Goldmünzen für diese Noten zu verlangen und laut Artikel 1 Absatz 4 konnte das Schatzamt seine Noten einziehen durch Einlösung in Gold zum Nennwert der Noten. Da es jedoch durch den Defence of the Realm Code verboten war, Gold über einen gewissen Betrag hinaus zu exportieren, Goldmünzen einzuschmelzen oder Gold zu anderen Zwecken denn als Umlaufsmittel zu verwenden, hätte die Einreichung des Notstandsgeldes bei der Bank von England zur Umwandlung in Gold keinen Sinn gehabt. Das Vorkriegssystem war auf diese Weise nach außen hin gerettet worden, wenn auch bis zum April 1925 eine Einlösung von Noten in Gold nicht mehr erfolgte, zumal ja auch nach Beendigung des Krieges durch die Gold and Silver Export Control Act die strengen Verbote des Defence of the Realm Code fortgeführt worden waren.

Hatte das starre Notendeckungsprinzip der Vorkriegszeit den Vorteil, daß die Schaffung von Bankkredit durchaus von der Bank von England kontrolliert werden konnte und durch die Diskontpolitik jederzeit in gewissen Grenzen gehalten werden konnte, so war mit der Ausgabe von Currency-Noten der Bank von England diese Möglichkeit genommen worden. Solange sie das Mittel der Offenen Markt-Politik nicht planmäßig anwandte zum Zweck der Verknappung der umlaufenden Geldmengen, bestand immer die Gefahr nicht vorherzusehender Störungen des Wirtschaftslebens durch die Kreditschöpfung der privaten Kreditbanken. Dies läßt sich an dem System der Kriegsfinanzierung nachweisen; da dem Staat die erforderlichen Mittel unbedingt sofort zur Verfügung gestellt werden mußten, entwickelte sich folgendes Verfahren[1]):

Die Regierung erhielt von der Bank von England einen Kredit

[1]) Vergleiche den Report des Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War (Cunliffe Committee) by Gregory a. a. O. Band 2, S. 338 u. fgd.

in bestimmter Höhe, sagen wir 10 000 Pfund Sterling eingeräumt, der im Haben des Kontos Public Deposits eingetragen wurde. Sie bezahlt ihre Lieferanten mit Schecks, die sie auf dieses Guthaben zieht. Die flüssigen Mittel, die dadurch in die Wirtschaft einströmen, finden ihren Niederschlag in einer Erhöhung der Geschäftsdepositen der Joint Stock Banken, von denen das Geld zur Bank von England zurückwandert.

Barzahlungsmittel brauchen in der Praxis bei diesem Vorgang nur in ganz geringem Umfang in Anspruch genommen zu werden; denn im Wege des Clearings findet im Ergebnis bei der Bank von England nur eine Umschreibung von dem Konto Public Deposits auf das Konto Other Deposits statt. Da sich aber die Einlagen bei den Joint Stock Banken erhöht haben und zwar um den gleichen Betrag, wie ihre Cash bei der Bank von England, konnten die Aktienbanken auf Grund der daraus resultierenden Verbesserung ihrer Liquidität ihren Kunden Kredit in mehrfacher Höhe der Summe einräumen, die sie als Kassenreserve bei der Bank von England neu angelegt hatten; soweit Nachfrage nach solchen Krediten nicht vorhanden war, konnten sie auch ihre Investments um den Betrag des Zuwachses an Kassenmitteln vermehren, indem sie Schatzanweisungen und andere Staatspapiere zeichneten. Da dieses Geld von der Regierung wieder ausgegeben wurde, erhöhte sich die Kassenreserve der Kreditbanken von neuem, solange bis auf diesem Wege die ursprünglich ausgegebenen 10 000 Pfund Sterling einen mehrfachen Betrag an neuen Depositen und damit eine entsprechende Erweiterung des Kreditvolumens geschaffen hatten. Die ständige Steigerung des Betrages der Public Deposits hätte vor dem Inkrafttreten der Currency and Bank Notes Act die Bank von England gezwungen, Maßnahmen zu ergreifen um ihre Proportion, das heißt das Verhältnis von Noten und Gold in der Reserve zu den Verpflichtungen aufrecht zu halten; sie hätte ihren Diskontsatz kräftig erhöhen müssen. Sobald aber infolge der unbegrenzt möglichen Ausgabe von Currency-Noten, die sich von den Noten der Bank von England nicht unterschieden, diese Bremse nicht mehr wirkte, war auch der Weg frei für eine fortgesetzte Kreditausweitung.

Die in der Currency and Bank Notes Act von 1928 angeordnete Vereinigung der Currency-Noten mit den Noten der Bank von England brachte gegenüber dem seit 1914 herrschenden Zustand keine grundlegende Veränderung. Durch das Gesetz wurde

lediglich die mit der Kriegsfinanzierung einsetzende Entwicklung der Beseitigung der starren Notendeckung sanktioniert. Deshalb trug das Gesetz auch den Titel: „Act to amend the law relating to the issue of Bank Notes of the Bank of England and by Banks in Scotland and Northern Ireland a. s. o.". Das Wesentliche für die Kreditpolitik besteht darin, daß nunmehr das fiduziäre Noten-Kontingent, das zuletzt 19,75 Millionen Pfund betragen hatte auf 260 Millionen erhöht worden war, sodaß also nach der Vereinigung der vom Schatzamt emittierten Currency-Noten mit den Noten der Bank von England der größere Teil des insgesamt ausgegebenen Notengeldes durch Wertpapiere gedeckt war und nicht mehr wie in der Vorkriegszeit durch Gold. Um der Bank eine möglichst große Handlungsfreiheit und Unabhängigkeit vom Gold zu geben, wurde ferner mit Absatz 8 des Gesetzes bestimmt: „Wenn die Bank von England zu irgend einem Zeitpunkt dem Schatzamt erklärt, daß eine Vergrößerung des Betrages der fiduziären Notenemission erforderlich sei, über die Höhe von 260 Millionen Pfund Sterling hinaus, so kann das Schatzamt die Bank ermächtigen, Banknoten in vermehrtem Umfang auszugeben, jedoch nicht über einen Zeitraum von 6 Monaten hinaus und nur bis zu dem vom Schatzamt limitierten Betrag. Das Schatzamt hat eine solchen Erlaß über die Vermehrung der fiduziären Notenausgabe beiden Häusern vorzulegen."

Andererseits hat sich das Schatzamt auch das Recht vorbehalten, jederzeit auf Verlangen der Bank eine Reduzierung der fiduziären Notenausgabe für einen vom Schatzamt zu bestimmenden Zeitraum anzuordnen, wobei das Schatzamt die Höhe des zu senkenden Betrages bestimmen kann.

Die beiden letzten Bestimmungen, durch die dem Schatzamt die Möglichkeit gegeben ist, den Betrag der fiduziären Notenausgabe zu beeinflussen, kann man nun allenfalls als bloße Übergangsregelung betrachten, die nur getroffen war, um für die Zeit, in der man über die endgültige Höhe des Notenumlaufs noch keine Gewißheit hatte, die Beschaffung von Umlaufsmitteln anpassungsfähiger zu gestalten. Man wird dagegen die Erhöhung des fiduziären Notenkontingents auf 260 Millionen als einen durchaus entscheidenden Faktor für die Struktur und auch für die kreditpolitischen Möglichkeiten der Bank von England ansehen müssen. Der Hauptunterschied gegenüber der Vorkriegszeit liegt darin, daß nach der Peels Akte von 1844 nur soviel Noten durch Wert-

papiere allein gedeckt sein dürfen, als die Wirtschaft ständig als Minimum benötigt, während nach der Neuregelung von 1928 die Begrenzung der fiduziären Notenmenge nach dem Maximalbedarf des Zahlungsverkehrs vorzunehmen war. Man hielt sich dabei an das sogenannte „Cunliffe Limit" vom Jahre 1918, demzufolge man die durch die Kriegsfinanzierung auf einen Maximalbetrag von 320 608 000 Pfund Sterling angewachsenen Currency-Noten-Bestände durch Kredit-Kontraktion in der Weise verminderte, daß man das Maximum an Umlaufsmitteln in jedem folgenden Jahre auf das Minimum des vergangenen Jahres zurückführte.

Die Neuorientierung der Notenausgabe stärkte die Stellung der Bank von England am Kreditmarkt in doppelter Hinsicht:

1. Sie machte die Bank bei der Neuausgabe von Noten unabhängiger von den intervalutarischen Kursen.

2. Die Festlegung des ungedeckten Kontingentes auf den Maximalbedarf des inneren Zahlungsverkehrs hat bei einem gegebenen Goldbestand der Bank den Vorzug einer großen Goldersparnis. Es ermöglichte daher der Bank eine Zeit lang, eine konjunkturpolitisch orientierte Kredit- und Währungs-Politik zu treiben, gleichzeitig aber nach außen hin eine Art von „Goldkernwährung" aufrecht zu erhalten.

Im Jahre 1928 glaubte man noch an dem erst drei Jahre vorher wieder eingeführten Goldstandard festhalten zu müssen. Tatsächlich hatte aber die Bindung an das Gold ihren guten Sinn verloren. Das wirklich Wertvolle an der Goldwährung, nämlich, daß sie den nationalen Zahlungs- und Kreditverkehr reibungslos in den internationalen Zahlungs- und Kreditverkehr eingliederte und so eine optimale Ausnützung der durch die jeweilige Weltmarktsituation erzielbaren Vorteile gewährleistete, war infolge der Zerstörung der internationalen Handelsbeziehungen in der Nachkriegszeit für die englische Wirtschaft bedeutungslos geworden. So blieb also nur das „Opfer" übrig, das die Binnenwirtschaft dem Goldwährungssystem darzubringen hatte: Die Festlegung von Goldvorräten für Deckungszwecke, die man besser für den Spitzenausgleich der Zahlungsbilanz hätte verwenden können und die mangelnde Bewegungsfreiheit der Bank von England, die aus Rücksicht auf den Wechselkurs des Pfundes und seine Übereinstimmung mit dem Goldgehalt in ihren Maßnahmen zugunsten der heimischen Kreditwirtschaft gehemmt wurde und deshalb eine dauernde Deflationspolitik treiben mußte.

Daß der Goldmechanismus nicht mehr in der Weise funktionierte wie vor dem Krieg, hatte seinen Grund in der Fehlverteilung des Goldes in der Welt, die nicht auf wirtschaftliche, sondern auf politische Ursachen zurückzuführen ist. Die Goldbewegungen der Nachkriegszeit konnten in der früher üblichen Weise einer gewissen Inflation beziehungsweise Deflation des Kreditvolumens nicht mehr neutralisiert werden. Die Tatsache, daß diese Goldbewegungen nicht durch das Gefälle der Warenpreise, sondern vorwiegend durch politische Momente bedingt waren, hatte den Goldmechanismus „ad absurdum" geführt. Das Festhalten an einem bestimmten Goldgehalt der Währungseinheit mußte unter diesen Umständen in den goldarmen Ländern zu einer dauernden Kapitalabwanderung mit nachfolgendem Deflationsdruck auf die Wirtschaft, in den goldreichen Ländern zu der ständigen Gefahr einer unerwünschten Inflation auf Grund der dauernd wechselnden „Überschußreserven" führen. Der gegebene Ausweg aus diesem Dilemma war die Beseitigung der Goldeinlösung, an deren Stelle dann eine staatliche Steuerung der Währung treten umßte. Damit war der Weg frei geworden zu einer wirtschaftlichen Führung durch die Bank von England und das ist das Hauptergebnis der im Jahre 1931 vollzogenen Aufgabe des Goldstandards, durch die man zunächst die Fehler, die bei der Wiederaufwertung des Pfund im Jahre 1925 gemacht worden waren, endgültig zu beseitigen hoffte. Von da ab hatte die Bank von England die Möglichkit, das Geld- und Kreditvolumen des Landes unabhängig von der Höhe ihrer Goldreserven zu manipulieren.

Am Geldmarkt wirkt die Bank von England im Rahmen ihrer modernen autonomen Kreditpolitik nach zwei Seiten hin:

Mit der Diskontpolitik nimmt sie Einfluß auf die Nachfrage nach Kredit für die Zwecke der Produktionswirtschaft und damit indirekt auf die Geldmenge.

Mit der Offenen Markt-Politik verändert sie direkt die Menge des verfügbaren Zentralbankgeldes und damit die Liquidität der Banken und der übrigen Unternehmungen.

Die Diskontpolitik der Bank von England darf nicht überschätzt werden. Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß die besonderen Verhältnisse in England, nämlich das kleine Wechselportefeuille der Bank von England und die Verdrängung des Handelswechsels durch den Schatzwechsels der Diskontpolitik den Einfluß nehmen, den sie in anderen Ländern noch hat. Für die

Verhältnisse in der Nachkriegszeit muß noch hinzugerechnet werden, daß durch die Betonung der nationalwirtschaftlichen Tendenzen mehr und mehr eine Bindung in den Preisen, Löhnen, Frachten usw. eingetreten ist, während sich gleichzeitig der Sektor der Staatswirtschaft immer mehr ausdehnt. Bei dieser strukturellen Versteifung hat der Zins nicht die wirtschaftsbelebende oder wirtschaftshemmende Bedeutung wie bei völliger Freizügigkeit aller Produktionselemente, die die Voraussetzung dafür ist, daß die Lenkung des Kapitalstroms durch die Höhe des Zinses erfolgt. Wenn die Höhe des Zinssatzes in ihrer Bedeutung für die Wirtschaftsentwicklung gegenüber anderen Momenten — insbesondere der staatlichen Investition — zurücktritt, so verliert damit auch der Diskontsatz der Bank von England, der auf die Entwicklung des Zinssatzes am Geldmarkt stets einen beträchtlichen Einfluß hat, an Wert als Mittel der Konjunkturpolitik.

Daß die Bank von England die Wirkungen ihrer Diskontpolitik auf den kurzfristigen Zinssatz von vorneherein richtig einschätzen konnte, verdankt sie dem Umstand, daß zwischen den Sätzen des Geldmarktes und der Bankrate bestimmte Beziehungen bestehen, die durch das einheitliche Vorgehen der großen Aktienbanken an Bedeutung noch gewinnen. So liegt der Diskont zwar in der Regel über dem Satz für Zeitdepositen, Tagesgeld und Privatdiskont, jedoch unter den Sätzen für Lombarde, Wechsel- und Kontokorrent-Kredit. Die „Day to day rate" kann nur in Ausnahmefällen höher sein als der Diskontsatz; denn wenn die Banken von den Wechselmaklern einen höheren Zins für Tagesgeld verlangen würden, als die Wechselmakler der Bank von England bezahlen müßten, so könnten die Banken keine Kredite mehr bei den Wechselmaklern unterbringen. Diese würden nur in seltenen Ausnahmefällen an die Aktienbanken einen höheren Zins bezahlen als sie für den Rediskont bei der Bank von England aufwenden müßten, nämlich dann, wenn ihnen die Rediskontbedingungen der Bank von England zu große Schwierigkeiten bereiten würden; die Bank von England diskontiert nur Wechsel mit höchstens 90 Tagen Laufzeit und gewährt Lombardkredite nur für einen Zeitraum von mindestens 8 Tagen. Der Privatdiskontsatz ist regelmäßig höher als der Satz für Tagesgeld; er muß aber niedriger sein, als der Satz der Bank von England, sonst würden die Bankakzepte und Schatzwechsel direkt bei der Bank von England eingereicht werden. Dadurch würde für die Wechselmakler und die Wechsel-

abteilung der Aktienbanken, die den Billbroker im Lauf der Zeit mehr und mehr verdrängt haben, das Diskontgeschäft unmöglich.

Die großen Kreditbanken tragen ihrerseits dazu bei, die konjunkturpolitische Führung der Bank von England dadurch zu unterstützen, daß sie durch vertragliche Vereinbarungen die Sätze für Kundenwechsel, Vorschüsse und Kredite in laufender Rechnung regelmäßig 1 bis 1½% über der Bankrate halten, bei ihren größeren Kunden mindestens ½ bis ¾%. Als Mindestsatz wurde in dieser Abmachung 4 bis 5% festgelegt. Da die Kreditbanken — die hier in Rede stehenden Vereinbarungen wurden zwischen den Big Five getroffen — in ihrer Zinsgestaltung nicht die gleiche Freiheit haben wie die Bank von England, sondern stets eine gewisse Risikoprämie einkalkulieren müssen, können sie unter den Satz von 4% für ihre Ausleihungen nicht herabgehen. Nur der Satz für Tagesgeld soll vereinbarungsgemäß 1% unter der Bankrate liegen.

Dank der engen Kooperation, die auf dem Gebiet der Zinsgestaltung durch dieses Agreement der Clearing-Banken mit der Bank von England zustande gekommen war, setzte die Bank von England mit Hilfe der Diskontpolitik die von ihr erstrebten Tendenzen am Geldmarkt durch. Von einer ausschließlich konjunkturell orientierten Diskontpolitik kann man jedoch erst von 1931 ab sprechen. Bei den Änderungen des Diskontsatzes, die in den Zeitraum von 1925 bis 1931 fallen, ließ sich die Bank von England, genau wie in der Vorkriegszeit, von Goldabfluß und Goldzustrom beeinflussen, sodaß die Höhe der Diskontrate keineswegs den jeweiligen Stand der Konjunktur widerspiegelte.

War die Position der Bank von England stark, so leistete sie sich eine Senkung ihres Satzs, wenn dagegen starke Goldverluste die Proportion verschlechterten wurde die Diskontschraube angezogen. Das tritt besonders deutlich bei der im Jahre 1929 erfolgten Erhöhung des Diskontsatzes von 4½ auf 6½% zu Tage. Die Ursachen hierfür lagen in den Verhältnissen des amerikanischen Geldmarktes. Die ungesunde Hausse an der New Yorker Börse hatte den Satz für Call-loans bis auf 9% getrieben. Diese Höhe lockte kurzfristige Gelder aus aller Welt nach Amerika. Der Londoner Dollarkurs steigt bis der Goldexportpunkt erreicht ist; dann erfolgten Goldverschiffungen nach Amerika, die den Goldbestand der Bank von England von 176 Millionen (im Februar) auf 133 Milionen (im September) herabgehen ließen. Die Bank

von England begegnete diesem Goldabfluß mit der Erhöhung ihres Diskontsatzes um 2%. Sie erreichte damit, daß wieder Gold nach London zurückströmte. Diese Rücksichtnahme auf die Höhe der Goldreserven blockierte jedoch den Aufschwung, der sich im Lauf des Jahres 1929 in der englischen Wirtschaft durchsetzte. Da alle Symptome auf eine weiterhin aufwärts strebende Konjunktur hinwiesen, insbesondere die Steigerung der Produktion von Kohle, Roheisen und Stahl, die Stabilität des Großhandelsindexes und die Verringerung des Prozentsatzes beschäftigungsloser Arbeitnehmer, wäre eine Diskontsenkung als Maßnahme der Wirtschaftsförderung hier am Platze gewesen. Diese Maßnahme sollte jedoch erst gegen Ende des Jahres 1929 eintreten, als weitere Goldabflüsse nach Amerika deshalb nicht mehr zu befürchten waren, weil durch den inzwischen erfolgten Zusammenbruch der New Yorker Börsenhausse das Vertrauen in den amerikanischen Kapitalmarkt aufs schwerste erschüttert worden war. Bei den etappenweisen Senkungen der Diskontrate um je ein halbes Prozent, die von Oktober 1929 bis Mai 1930 erfolgten, lag jedoch die Bank von England nicht in der Führung. Sie griff also auch hier nicht aktiv in den Konjunkturablauf ein, sondern schloß sich nur an die Änderung des Privatdiskontsatzes für Drei-Monatsakzepte an, der infolge fallender Preise, rückläufigen Beschäftigungsgrades und nachlassender Spekulationstätigkeit ziemlich rasch sank. Da gleichzeitig die Goldbewegungen für England wieder günstig wurden, konnte die Bank von England mit dem Diskontsatz ohne Bedenken herabgehen, um die Spanne zwischen dem Marktsatz und der Bankrate, die bei zeitweise mehr als 1% die Bankrate unwirksam zu machen drohte, zum Verschwinden zu bringen.

Man kann also nicht behaupten, daß die Bank von England vor 1931 die Initiative zur Vermehrung des Kreditvolumens und damit zur Ankurbelung der Wirtschaft auf dem Wege der Diskont-Politik ergriffen hätte. Wenn man die große Linie, die sie mit ihrer Diskontpolitik von 1925 an verfolgte, verstehen will, muß man sich allerdings vergegenwärtigen, daß sie ja zwangsläufig „Deflations-Politik" treiben mußte, das heißt, daß der Diskontsatz nicht unter 4 bis 5% herabgehen konnte. Da im Jahre 1925 das Pfund auf der Basis der Vorkriegsparität stabilisiert worden wor, ohne Rücksicht auf die in Wirklichkeit viel geringere Kaufkraft des Pfundes im Inneren des Landes, gab es bei konsequenter Weiterverfolgung des einmal akzeptierten Goldstandards nur den einen Weg, durch dauernde Hochhaltung des Zinssatzes das Kredit-

volumen so knapp zu halten, daß die Preise gar nicht nennenswert anziehen konnten; denn wenn infolge einer Erhöhung des inländischen Preis-Niveaus die Diskrepanz zwischen der inneren und der äußeren Kaufkraft des Pfundes offenbar geworden wäre, so hätte das zu beträchtlichen Goldabwanderungen geführt, denen die Bank von England mit einer Erhöhung des Diskontsatzes allein gar nicht hätte entgegentreten können. Bis zum Jahre 1931 war die Politik hoher Diskontsätze noch aus dem weiteren Grunde unumgänglich, weil die kurzfristige Verschuldung der englischen Banken an das Ausland einen bedeutenden Umfang angenommen hatte. Nach dem Mac Millan Report schwankte die kurzfristige Auslands-Verschuldung in den Jahren 1927 bis 1931 zwischen 250 bis 300 Millionen Pfund. Nur mit hohen Diskontsätzen konnte die Währung verteidigt und damit das Auslandskapital in England gehalten werden. Das Erfordernis der Kreditverbilligung zum Zweck der Produktionsankurbelung konnte dabei naturgemäß nicht in Betracht gezogen werden.

Die diskontpolitischen Maßnahmen, die die Bank von England zur Verteidigung des Pfundstandards ergriff, hätten freilich viel drastischere Formen annehmen müssen und die englische Wirtschaft hätte deren Druck noch viel stärker zu spüren bekommen, wenn nicht zur rechten Zeit die Offene Markt-Politik planmäßig eingesetzt worden wäre. Man verfolgte mit ihr das Ziel, auf die Geldmenge direkt Einfluß zu nehmen, um dadurch ein allzustarkes Anziehen der Diskontschraube zu vermeiden. Als im Jahre 1928 französische Guthaben aus London zurückgezogen wurden, weil Frankreich infolge des verbesserten Beschäftigungsgrades seiner Industrie seinen Geldmarkt verflüssigen mußte und deshalb seine Guthaben in Gold umwandelte, da kaufte die Bank von England Staatspapierposten in nennenswertem Umfang an. Das Gleiche tat sie im Jahre 1929, als beträchtliche Kapitalabflüsse zu spekulativen Zwecken nach New York verzeichnet wurden. Sie erreichte damit, daß die lähmende Wirkung der etappenweisen Erhöhung ihres Diskontsatzes von 4½ auf 6½% kompensiert wurde. Infolge des Ankaufs von Staatspapieren strömten neue Umlaufsmittel in die Wirtschaft ein, die an Stelle der abgezogenen Goldbestände treten konnten. Mit dem hohen Diskontsatz jedoch erzielte man einen doppelten Vorteil: Einmal regte das Zinsgefälle gegenüber dem Ausland den Rückfluß von Gold nach London an und zum anderen garantierte die Höhe des Diskontsatzes einen restlosen Erfolg der Offenen Markt-Politik; denn nur dann, wenn der Diskont-

satz hoch genug über dem Marktsatz liegt, ist die Gefahr beseitigt, daß die Diskonthäuser das reichliche Angebot an Tagesgeld von den Privatbanken zurückweisen und ihre Wechsel bei der Bank von England zum Rediskont einreichen, um mit dem erhaltenen Geld Bankakzepte am freien Markt zu kaufen. In englischen Finanzkreisen wurde der Ausdruck geprägt: „Der Markt kommt in die Bank", um eine Lage zu kennzeichnen, bei der die Diskonthäuser infolge der Verflüssigung des Geldmarktes durch Offene Markt-Politik die Bank von England in außergewöhnlichem Umfang in Anspruch nahmen. Wenn die Bank von England dies vermeiden will, muß sie dafür Sorge tragen, daß ihr Diskontsatz stets über dem Marktsatz gehalten wird. Hierbei ist auch auf die Möglichkeit hinzuweisen, die das Zeitinterval zwischen der Diskont- und der Offenen Markt-Politik spielt. Die diskontpolitische Maßnahme muß der Offenen Markt-Politik vorausgehen, da letztere keine Wirkung erzielen würde, wenn der Markt bereits in der Bank ist. Würde die Bank von England versuchen, unter diesen Verhältnissen durch Ankauf von Wertpapieren eine Verflüssigung des Marktes durchzuführen, so würde das nur dazu führen, daß die Banken, die ihr Geld am Akzeptmarkt nicht unterbringen können, dazu übergehen würden, ihre höher verzinslichen Schulden bei der Bank von England abzutragen. Auf diese Weise würde das Geld, das mit Hilfe der Offenen Markt-Politik in die Wirtschaft hineingepumpt worden ist, wieder aus ihr herausgesogen werden. Die Verflüssigungsaktion aber wäre ein Schlag ins Wasser.

Dem wohlausgeglichenen Zusammenspiel von Diskont- und Offener Markt-Politik verdankt die Bank von England die durchschlagende Wirkung ihrer Offenen Markt-Politik am Geldmarkt. Das zeigte sich nicht nur anläßlich der Pfund-Krise bei Abzug der französischen Guthaben und während der Pfund-Baisse, die durch die hohen Call-loan-Sätze am New Yorker Markt hervorgerufen worden war, sondern besonders in den kritischen Tagen des Septembers 1931, als England seinen Goldstandard aufgab. Damals kaufte die Bank von England zunächst für 25 Millionen Pfund Wertpapiere an, um dann mit dieser Politik bis zum Ende des Jahres 1932 in gemäßigtem Tempo fortzufahren, sodaß sie insgesamt ihr Konto Regierungs-Sicherungen um 70 Millionen Pfund erhöhte. Damit verfolgte sie aber nicht nur den Zweck, dem Markt kurzfristige Mittel, die ihm durch die Vertrauenskrise entzogen worden waren, wieder zuzuführen, sondern sie setzte ihre Ankäufe bewußt in den Dienst einer Verbilligung des langfristigen

Zinssatzes. Das Ergebnis davon war, daß der Schatzkanzler bereits im Jahre 1932 die bevorstehende Konversion von 2 Milliarden Pfund Sterling Kriegsanleihe in Aussicht stellen konnte. Diese großzügige Zinssenkungsaktion hatte eine ungeahnte Initialwirkung für die gesamte englische Wirtschaft. Ein gewaltiger Liquidisierungsprozeß setzte mit der Zuführung eines so hohen Betrages an flüssigen Mitteln an die Wirtschaft ein, der sich insbesondere deshalb so stark zu Gunsten der Staatsfinanzierung auswirkte, weil die Banken infolge der Knappheit des Wechselmaterials gar keine passenden Anlagen für neue Mittel fanden, als Staatspapiere. Infolge der starken Nachfrage nach Schatzwechseln fielen die Geldmarktsätze, während die Rentenkurse sich erholten und die Rendite stark gedrückt wurde. Diesem rapiden Absinken der Marktsätze mußte sich die Diskontrate anschließen; sie wurde in rascher Folge stufenweise von 6 auf 2% gesenkt.

So hat die Liquiditätsspritze (Sarow)[1]), die die Bank von England mit dem Ankauf von Staatspapieren — Schatzwechseln, Schatzanweisungen usw. — der Wirtschaft gegeben hat, zu einer kräftigen Erholung geführt, die in einer vermehrten Emissionstätigkeit der öffentlichen Körperschaften und privater Unternehmungen zunächst zahlenmäßig zum Ausdruck kam. Die Bank von England nahm nach dem Abschluß der einleitenden Hauptaktion der Offenen Markt-Politik in der Hauptsache nur mehr unauffällig Kursregulierungn vor und beschränkte sich im übrigen darauf, die Stellen zu beraten, die Anlage für ihr Kapital suchten.

Es ist freilich nicht nur ein Verdienst der Bank von England, die mit der Aufhebung des Goldstandards uneingeschränkte Dispositionsfreiheit erlangt hatte, wenn mit Hilfe der Offenen Markt-Politik eine Periode billigen Geldes und damit der seit langem erwartete Liquidisierungs-Prozeß der Wirtschaft eingeleitet werden konnte. Die Bank von England kann diese Wirkungen mit dem Mittel des Wertpapierankaufs nur deshalb erzielen, weil sie sich hier ebenso wie bei ihrer Diskontpolitik darauf verlassen kann, daß ihre Pläne von den großen Kreditbanken nicht durchkreuzt werden. Die Kreditbanken halten im Großen und Ganzen an einer Proportion von rund 11% zwischen ihrer Kasse und ihren Depositen fest. Daß sie gelegentlich, wenn die Anlagemöglichkeiten am Geldmarkt verringert werden, ihre Kassenbestände im

[1]) Vergleiche: Friedrich Sarow: Offenmarktpolitik als Konjunkturfaktor, München 1937.

Verhältnis zu den Depositen erhöhen und eine Liquiditätsreserve ersten Grades von 12 bis 13% halten, besagt gegen die im Prinzip durchgeführte Beibehaltung der zur Tradition gewordenen Proportion ebensowenig, wie der Einwand, daß infolge der bekannten Methode, die Bilanzen zu frisieren (des sogenannten window-dressing), von den Clearing-Banken zeitweise eine Kasse vorgetäuscht wird, die sie in Wirklichkeit gar nicht halten. Dieser letztgenannte Einwand berührt überhaupt nur eine banktechnische Frage und braucht bei der Überlegung, inwieweit die Bank von England sich auf die Politik der Kreditbanken verlassen kann, nicht berücksichtigt zu werden. Das Festhalten der Clearing-Banken an dem Satz von 11% hat zur Folge, daß im Falle einer am offenen Markt erfolgenden Ankaufsaktion der Bank von England eine entsprechende Kreditausweitung am Geldmarkt eintritt. Die Kreditbanken sehen sich durch die Verbesserung ihrer Liquidität veranlaßt, den Diskonthäusern bereitwillig mehr tägliches Geld zu leihen, sowie selbst mehr Wechsel anzukaufen, wodurch der Satz für Bankakzepte und für Schatzwechsel gesenkt wird. Ferner werden die Vorschüsse an Handel und Industrie vermehrt und soweit nicht genügend Nachfrage nach kurzfristigen Krediten aus den Kreisen der Privatwirtschaft vorliegt, kaufen die Banken selbst Wertpapiere an. Allerdings ist den englischen Banken hier eine Grenze gezogen, da sie traditionsgemäß zwischen den einzelnen Beständen ihrer Aktiven eine bestimmte Proportion einhalten und darauf bedacht sind, daß ihre langfristigen Anlagen einen bestimmten Prozentsatz der kurzfristig gewährten Kredite nicht übersteigen. Daß die Banken in den Jahren 1932 bis 1935 von diesem Grundsatz zum Teil ziemlich stark abgewichen sind und sich mit langfristigen Wertpapieren in ungewohntem Umfang vollgesogen haben, beweist nur, daß von den Kreisen der privaten Finanzwirtschaft die von der Bank von England durchgeführte Aktion der Kreditverbilligung mit vollstem Vertrauen aufgenommen wurde, und daß sie bereit waren die Kreditexpansion nicht an dem Nachhinken der privaten Unternehmer-Initiative scheitern zu lassen.

Für die Beurteilung der Möglichkeiten, die die Bank von England mit den Maßnahmen am offenen Markt besitzt, ist in diesem Zusammenhang auch die Frage von Bedeutung, ob mit dem Konzentrationsprozeß innerhalb des Kreditapparates eine Erweiterung oder eine Schwächung des Machtbereiches der Bank von England verbunden ist. In einer im Jahre 1918 vom Schatzamt durchge-

führten Untersuchung[1]) wird nachdrücklich auf die Gefahr hingewiesen, die mit der Fusion im englischen Bankwesen verbunden ist. Die durch Vereinigung entstandenen Gebilde könnten eine Art von monopolistischem Einfluß (Money Trust) auf die Entwicklung des Wirtschaftslebens unter Ausschaltung der Bank von England gewinnen. Die finanzielle Sicherheit des Landes, die Interessen der einzelnen Gläubiger und Unternehmer würden in die Hände einiger weniger Leute gelegt, die nur nach dem Interesse der Bankaktionäre handeln würden, ohne Rücksicht auf das Gemeinwohl der Wirtschaft. Da sich der neuere Fusionstyp von dem alten dadurch unterscheidet, daß nicht mehr kleinere unbedeutende Lokalbanken von einer großen weitverzweigten Joint Stock Bank absorbiert werden, sondern daß sich zwei große Joint Stock Banken zu einem Unternehmen mit monopolartiger Machtfülle vereinigen, waren die Befürchtungen, die Stellung der Bank von England am Geldmarkt könnte dadurch unterminiert werden, nicht unberechtigt. Tatsächlich bedeutet jeder Konzentrationsprozeß von Kreditbanken eine Schwächung des Einflusses der Zentralbank; denn durch das Aufgehen kleinerer Banken in einem großen Unternehmen wird der Geldmarkt stabilisiert, weil nicht mehr in dem früheren Umfang mit einem plötzlichen Abziehen von Kassenmitteln von Seite der übergeordneten Spitzenbank gegenüber ihren Klientelbanken zu rechnen ist. Infolgedessen vermindert sich die Notwendigkeit der Reservehaltung und damit auch das Maß der Abhängigkeit von der Zentralbank, die die letzte Instanz für die Reservehaltung sämtlicher Kreditinstitute des Landes darstellt. In England ist jedoch der Fall besonders gelagert. Zwischen den Joint Stock Banken und der Bank von England besteht eine enge Kooperation, auf die ja schon zum Teil bei der Darstellung der Diskontpolitik und bei der Beurteilung der Offenen Markt-Politik der Bank von England eingegangen wurde. Aus diesem Grunde ist die Gefahr, daß die Maßnahmen der Bank von England von den Kreditbanken paralysiert werden, wenn diese durch Fusion und Konzentration eine immer größere Machtfülle erreichen, nur sehr gering. Im Gegenteil, je mehr die Bank von England sich auf die Mitarbeit einiger weniger, aber dafür umso bedeutenderer Großbanken stützen kann, desto mehr besteht für sie die Möglichkeit, das von jeher gepflegte kreditpolitische Mittel der sogenannten

[1]) Vergleiche Report of the Treasury committee on Bank Amalgamation 1918, abgedruckt bei Gregory a. a. O. Bd. II.

moral suasion, durch dessen Anwendung verschiedentlich einer Panik vorgebeugt werden konnte, mit Erfolg in die Waagschale zu werfen.

Von den großen englischen Kreditbanken wird also die Offene Markt-Politik, die die Bank von England im Interesse der Stabilisierung der nationalen Konjunktur betreibt, keineswegs durchkreuzt; das Geheimnis ihres Erfolges liegt vielmehr zum Teil in der starken Resonanz, die die Politik der Bank von England bei den Kreditbanken findet. Um der Offenen Markt-Politik völlig gerecht zu werden, muß jedoch darauf hingewiesen werden, daß ihre Tiefenwirkung nicht nur durch die erfolgreiche Zusammenarbeit zwischen der Bank von England und den Kreditbanken gewährleistet wird, sondern daß die besonders günstigen Voraussetzungen für diese Art der konjunkturpolitischen Führung durch die Bank von England auch in den Wesenszügen begründet sind, die speziell für die englische Kreditverfassung charakteristisch sind. Aus diesem Grund ist die Überwindung der Krise durch die im Jahre 1931 eingeleitete Liquidisierungsaktion der Bank von England zu einem dauernden Erfolg geworden. Dagegen hat sich die Offene Markt-Politik in Amerika, wo man sie in der Absicht, die von 1923 bis 1929 währende Prosperity zu stabilisieren und die Übersteigerung des Aufschwungs in einem Boom zu verhindern, einsetzte, durchaus nicht in dem gleichen Maß als geeignetes Mittel konjunkturpolitischer Führung bewährt, und seit man in Deutschland den Ankauf von Staatspapieren, die in die Notendeckung einbezogen werden dürfen, durch die Reichsbank betreibt, ist auch von unseren Finanzkreisen vor den mit der Offenen Markt-Politik verbundenen Nachteilen gewarnt worden. Auf deutscher Seite neigt man bei der Beurteilung der Frage, ob der Wechseldeckung oder der Effektendeckung der Vorzug gebühre, mehr zu der Ansicht, daß die Offene Markt-Politik doch nur in den Ausnahmefällen der intensivsten staatlichen Wirtschaftsforderung brauchbar sei, in dem großen, wohlgegliederten Bau einer freien Verkehrswirtschaft aber als Dauererscheinung nicht sonderlich zu befürworten sei[1]). Es werden hier vor allem folgende Tatsachen hervorgehoben: Die Wechselanlage stelle trotz aller möglichen Mängel für die Notenbank doch zweifellos eine organischere Verbindung mit dem Wirtschaftsleben dar als die Effektenanlage.

[1]) Vgl. „Wechseldeckung oder Effektendeckung" von Bankrat Dr. Eugen Einsiedel im Bankarchiv, Jahrgang 1934.

Die Notenbank verliere mit dem Zurückgehen des Wechselgeschäftes die vorteilhafte Einwirkungsmöglichkeit auf die Unternehmungen, wenn das Erfordernis, die Bonität des Wechsels sorgfältig zu prüfen in Wegfall komme; damit gebe sie ihre Stellung als „wirtschaftliche Gesundheitspolizei" auf und werde zum „Rechenbüro" zwecks Feststellung der jeweils richtigen Geldmenge degradiert. Der Ankauf von Wertpapieren bedeutet eine Illiquidisierung für die Notenbank, da es sich bei den Effekten um Dekkungsmittel handle, die erst nach vielen Jahren fällig werden und nicht ohne weiteres verkauft werden können; zudem setze eine Veräußerung von Effekten einen gut funktionierenden Kapitalmarkt voraus, sowie eine starre, regelmäßige Sparbildung. Schließlich seien Effektenoperationen überhaupt Geschäfte, die dem Wesen der Notenbank zuwiderlaufen, weil sie dem Kapitalmarkt angehören.

Trotzdem hat Keynes Recht, wenn er behauptet, die Offene Markt-Politik sei für die Bank von England eine geradezu ideale Ergänzung ihrer bisherigen Methode. Es wurde ja bereits in dieser Arbeit mehrfach darauf hingewiesen, daß die Anlage in Handelswechseln für die Bank von England bei weitem nicht die Bedeutung hat wie für die Reichsbank oder die Federal Reserve-Banken. Demnach kann also mit einer einseitigen Betonung der Offenen Markt-Politik für die Bank von England nicht etwa eine Beeinträchtigung ihrer Stellung im Wirtschaftsleben verbunden sein. Ferner war die Prüfung des Wechselmaterials auf seine Bonität hin nie Aufgabe der Bank von England, da infolge der im englischen Akzeptgeschäft vorherrschenden Arbeitsteilung die Sichtung des angebotenen Materials in der Hauptsache weder von der Bank von England noch von den großen Kreditbanken vorgenommen wird, sondern von den Diskonthäusern und Wechselmaklern. Schließlich ist auch der Einwand der Illiquidisierung nicht beachtlich, da der Bank von England im Gegensatz zur Reichsbank in den englischen Schatzwechseln und Schatzanweisungen ein fast unerschöpflicher Vorrat erstklassiger, vom Staat garantierter Wertpapiere zur Hand ist, die sie, falls eine Ankaufsaktion durchzuführen ist, unbedenklich in ihr Portefeuille nehmen kann; sie braucht ja nicht zu befürchten, daß sie diese Anlagewerte späterhin, wenn die konjunkturelle Lage eine Verknappung des Geldmarktes erforderlich machen sollte, nicht auch wieder am offenen Markt verkaufen könnte. Dazu kommt, daß sich die Bank von

England im Verlauf des Aufschwungs von den angekauften Werten auch in der Weise entlasten kann, daß sie Effekten gegen Gold an den Ausgleichsfonds abgibt und dadurch zugleich eine Neutralisierung unerwünschter Kapitalzuflüsse erreicht.

Die Offene Markt-Politik hat mit der Ermöglichung der Politik des billigen Geldes bewiesen, daß sie für englische Verhältnisse ein brauchbares Mittel darstellt zur Überwindung der Depression. Die andere Seite dieses neuzeitlichen Hilfsmittels zur Stabilisierung der Konjunktur wurde von der Bank von England bisher in der Praxis noch nicht in größerem Umfang angewandt. Ein Abstoßen von Staatspapieren kann auch mit Rücksicht auf den Staatskredit und auf die Rentenkurse nicht ohne weiteres erfolgen. Ein Hochschnellen der Rendite wäre die Folge und damit würde der Politik des billigen Geldes ein Ende bereitet werden. Daß die Bank von England diese Gefahr sieht, beweist der Ankauf eines Postens von 20 Millionen Pfund Staatspapieren, der im Jahre 1936 deshalb vorgenommen wurde, weil sich bei den Gilt-Edged gewisse Schwächetendenzen bemerkbar machten.

Nach der Beseitigung des Goldstandards ist der Offenen Markt-Politik in erster Linie die Aufgabe zugewiesen worden, zusammen mit der Senkung der Diskontrate den Geldmarkt zu verflüssigen und durch die damit verbundene Kurspflege der Renten die Anlage am Kapitalmarkt wieder rentabel zu gestalten, wodurch das Ventil vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt geöffnet wurde und vorhandene Kapitaldisposition der langfristigen Anlage zugeführt werden konnte. Mit dieser inneren Kreditpolitik mußten jedoch gleichzeitig Maßnahmen zur Stabilisierung des Pfundkurses verbunden werden; denn bei einer völligen Anarchie der Wechselkurse ist eine stabile binnenwirtschaftliche Entwicklung nicht denkbar. Diese Aufgabe der Wechselkursüberwachung, die, solang der Goldmechanismus bestand, den Hauptinhalt der Tätigkeit der Bank von England bildete, wurde völlig verselbständigt und dem Währungsausgleichsfonds, welcher dem Schatzamt unterstellt ist, übertragen. Die Bank von England soll sich nach dem Sinn dieser Konstruktion, unbeeinflußt von äußeren Störungen, ganz den Bedürfnissen des inneren Kreditmarktes widmen können, nämlich der Politik des billigen Geldes. Die Aufgabe des Währungsausgleichsfonds, unerwünschtes Angebot an Devisen gegen Hergabe von Pfundnoten aufzunehmen und zur Umwandlung in Gold bereitzuhalten, ist aber in Wirklichkeit trotzdem ein wichtigs Glied in der Konjunk-

turpolitik der Bank von England geworden und die Transaktionen, die zwischen dem Fonds und der Bank von England vorgenommen werden, ermöglichen der Bank das konsequente Durchhalten der begonnenen Kreditverbilligung. Dabei spielt die Offene Markt-Politik eine wichtige Rolle. Wenn der Fonds sich infolge starker Kapitalwanderungen nach England, sei es in der Form von Devisen, die dann in Gold umgetauscht werden, oder in Gold selbst, genügend mit Mitteln versorgt hat, überträgt er einen Teil seiner Goldvorräte an die Bank von England und erhält dafür Staatspapiere. Diese Goldvermehrung wirkt sich auf die Notenbank deshalb nicht aus, weil die Bank von England in der Höhe des hereingenommenen Goldes, das die Grundlage neuer Notenausgabe bildet, den fiduziären Notenumlauf verringert. Von dieser Möglichkeit hat die Bank von England zum ersten Male im Dezember 1936 Gebrauch gemacht, als sie den fiduziären Notenumlauf um 65 Mill. Pfund senkte. Aber auch in dem Falle, daß der Fonds einmal durch anhaltende Goldabzüge genötigt sein sollte, solche Goldübertragungen rückgängig zu machen, um den Pfundkurs zu stützen, würde diese Aktion die innere Kreditpolitik der Bank von England nicht unbedingt beeinträchtigen, weil ja dann der Bank von England die Möglichkeit gegeben wäre, den fiduziären Notenumlauf mit Ermächtigung des Schatzamtes wieder um den Betrag des abfließenden Goldes zu erhöhen und damit einer Verknappung des Kreditvolumens entgegenzuwirken. Die Möglichkeit der Manipulierung des fiduziären Notenumlaufs, deren gesetzliche Grundlagen bei der Darstellung der Currency and Banknotes Act von 1928 bereits angeführt wurde, kann sich demnach für die Kreditpolitik der Bank von England im Zusammenhang mit der Stabilisierung des Wechselkurses unter Umständen als eine recht brauchbare Stütze erweisen.

Wenn die Bank von England dem Ausgleichsfonds Gold abkauft ohne gleichzeitig die Menge des fiduziären Umlaufs zu verringern, so muß der Erwerb des Goldes zur Verstärkung der inländischen Kreditbasis und zur Gelderleichterung führen. Dieses Ergebnis war in den ersten Jahren des Konjunkturanstiegs (1932/1933) durchaus beabsichtigt. Es ist aber eine Frage, ob nicht in der Mehrzahl der Fälle die Operationen des Ausgleichsfonds überhaupt ohne Einfluß auf die englische Kreditbasis geblieben sind. Wahrscheinlich wird das stets dann der Fall sein, wenn eine Veränderung im Bestand des Ausgleichsfonds von der Bank von England nicht zum

Anlaß einer Auffüllung ihrer Goldreserven genommen wurde, weil es die Bank für zweckmäßiger hielt, das Gold vom Ausgleichsfonds neutralisieren zu lassen. Im Normalfall wird der Ausgleichsfonds die Auswirkungen von zufälligen und vorübergehenden Kapitalbewegungen auf das englische Kreditgebäude auszuschalten wissen, um die nationale Kredit- und Konjunkturpolitik von ausländischen Einflüssen möglichst frei zu halten. Hierfür wird in einer in der „Wirtschaftskurve"[1]) veröffentlichten Abhandlung an Hand folgenden Beispiels der Nachweis erbracht: Gesetzt den Fall, ein Franzose will für vorübergehende Kapitalanlage in England 100 000 Pfund erwerben, so wird sich in England folgendes abspielen: Der Ausgleichsfonds erwirbt die französischen Francs, um sie entweder in Devisenform zu behalten, oder bei der Bank von England gegen Gold umzutauschen. Der Fonds muß dann für 100 000 Pfund Schatzwechsel am Markt verkaufen und wird dafür, wie wir der Einfachheit halber annehmen wollen, in der gleichen englischen Bank einen Käufer finden, bei der der Franzose die von ihm erworbenen 100 000 Pfund als neuer Gläubiger eingelegt hat. Die englische Kreditpolitik hat also einerseits eine Vermehrung ihrer Kreditoren um 100 000 Pfund erfahren, andererseits für den gleichen Betrag neue Schatzwechsel erworben. Sie verzeichnet jedoch keine Vermehrung ihrer Barmittel und wird deshalb auch keine Veranlassung sehen, ihre Kredite weiter auszudehnen, ganz abgesehen davon, daß der neue Kreditor für sie „bad money" darstellt. Dagegen hätte im Falle der Goldwährung die Bank von England 100 000 Pfund Gold oder Devisen erworben und dafür der Kreditbank, bei der der Franzose seine Pfundeinzahlung vornahm, 100 000 Pfund in Bar oder als Guthaben bei ihr überlassen. Bei der Kreditbank hätte diese Verstärkung der Bargeldbasis dann vielleicht die Grundlage einer Kreditausweitung gebildet, denn wir müssen uns den eben geschilderten Vorgang als einen Teilausschnitt aus einer Bewegung vorstellen, an der mehr oder weniger alle bedeutenden Banken Englands Teil hatten. Ebenso werden umgekehrt auch Kapitalabzüge von Ausländern für die inländische Kreditgrundlage in der Regel indifferent bleiben, soweit sie ihren Gegenposten in Bewegungen des Ausgleichsfonds finden.

Ob die organisatorische Trennung der Funktionen der inneren und der äußeren Währungspolitik in England eine Einrichtung von

[1]) Die Wirtschaftskurve, 14. Jahrgang, Heft II, 1935/36, Franz Rosenstiel: Devisenausgleichsfonds ein neues Mittel der Währungs- und Kreditpolitik.

Dauer sein kann, oder ob man nicht doch bald den Ausgleichsfonds, er ja infolge seiner engen Zusammenarbeit mit der Bank von England ohnedies nur eine besondere Abteilung von ihr bildet, gänzlich mit der Notenbank verschmelzen wird, soll hier nicht weiter untersucht werden. Jedenfalls hat seine Tätigkeit bisher dazu beigetragen, daß die Bank von England auch vom Ausland her von ihrer konjunkturpolitischen Führerstellung nicht abgedrängt wurde.

Zusammenfassend können wir feststellen, daß für die autonome Konjunkturpolitik der Bank von England am Geldmarkt und über diesen hinweg in bestimmten Grenzen auch am Kapitalmarkt während der Nachkriegszeit die notwendigen Voraussetzungen Schritt für Schritt geschaffen worden sind, und daß mit der im Jahre 1931 beginnenden Politik billigen Geldes der Nachweis erbracht worden ist, daß die Bank von England gewillt und fähig ist, sowohl ihre Diskontpolitik, als auch ihre Offene Markt-Politik ganz in den Dienst des binnenwirtschaftlichen Konjunkturaufschwungs zu stellen. Sie ist dazu umso mehr in der Lage, als sie sich auf die verständnisvolle Mitarbeit der führenden Kreditbanken verlassen kann und von außen kommende Einwirkungen durch geschickte organisatorische Maßnahmen zu neutralisieren weiß. Freilich ist die Bank von England bis jetzt noch den Nachweis schuldig geblieben, ob sie auch in der Lage ist, den durch sie eingeleiteten Aufschwung zur rechten Zeit abzubremsen und den Ausbruch einer neuen Krise zu verhüten. Man hat aber erkannt, daß eine Politik billigen Geldes die Stabilisierung der Konjunktur nicht gewährleisten kann und daß vor allem für die Konsolidierung der Kreditbasis Sorge getragen werden muß. Die Bank von England ist selbst gewillt, auf diesem Gebiet bestehende Lücken auszufüllen; das beweisen die verschiedenen Ansätze einer aktiven, direkten Kapitalmarktpolitik, von der im folgenden Abschnitt die Rede sein wird.

2. Das Vorrücken der Bank von England am Kapitalmarkt.

Die Stellung der Zentralnotenbanken am Kapitalmarkt ist erst in der Nachkriegszeit zu einem viel erörterten Problem geworden. Vor dem Krieg war damit zu rechnen, daß sie im Verlauf einer Depressionsperiode am Geldmarkt angestauten, flüssigen Mittel infolge des Zinsgefälles zwischen dem Geldmarkt und dem Kapitalmarkt zu letzterem abfließen würden. Daher stand dem Unter-

nehmer, der investieren wollte, nach Überwindung der Depression genügend anlagebereites Kapital im Rahmen des vorangegangenen Sparprozesses zur Verfügung. Die Mitwirkung der Zentralnotenbanken war dazu nicht erforderlich, sodaß sich deren Leiter ganz der eigentlichen Aufgabe der Regelung des Zahlungsmittelumlaufes und der Aufrechterhaltung der Währungsparität widmen konnten.

Ein solcher Ausgleich zwischen Geld- und Kapitalmarkt findet in der Nachkriegszeit nicht mehr statt. Bei der fortschreitenden Bindung der Grundfaktoren des Wirtschaftslebens, der Preise und der Löhne und bei dem Eindringen des Staates in die Produktionssphäre ist in der Aufwands- und Ertragskalkulation das Erfordernis der „angemessenen Verzinsung" des zu investierenden Kapitals nicht mehr allein ausschlaggebend für dessen Verwendung. Das Zinsgefälle verliert damit seine Bedeutung für die Einschränkung oder Erweiterung des Investitionsvolumens. Wenn heute der tote Punkt einer Depression überwunden werden soll, so bedarf es dazu eines Antriebes von einem außerwirtschaftlichen Faktor her, wobei vor allem an staatliche Investitionen zu denken ist. Da die Mittel hiefür, selbst wenn sie zunächst kurzfristig zur Verfügung gestellt werden, auf die Dauer durch Anleihen konsolidiert werden müssen, kommt der Kurspflege der Staatspapiere im Interesse der Konjunkturstabilisierung eine erhöhte Bedeutung zu. Die Zentralbank kann mit Hilfe der Offenen Markt-Politik in dieser Richtung tätig werden. Da sie aber den An- und Verkauf von Anleihen und Obligationen in erster Linie zum Zweck der Veränderung der Geldmenge und der kurzfristig zur Verfügung stehenden Kredite vornimmt und die damit mögliche Kurspflege nur eine, wenn auch sehr wichtige Nebenwirkung darstellt, ist ihr Tätigwerden am offenen Markt jedoch nur indirekt als Kapitalmarktpolitik anzusehen.

Direkt ist die Bank von England in der Nachkriegszeit am Kapitalmarkt hervorgetreten durch Gründung von und Beteiligung an Instituten zur Beschaffung mittel- und langfristigen Kapitales für Landwirtschaft und Industrie.

Bei diesen beiden Zweigen der Kapitalmarktpolitik ist zu untersuchen, ob es sich um Maßnahmen und Einrichtungen handelt, die dauernd mit der Bank von England verbunden bleiben können, oder ob sie einmaligen Charakter haben und dazu bestimmt sind, den gegenwärtigen Konjunkturaufschwung, der seine Entwicklung besonderen Umständen verdankt, zu stabilisieren.

Zur Durchführung des umfangreichen Rüstungsprogramms ist es für den Staat von besonderer Bedeutung, wenigstens indirekt durch die Bank von England Einfluß zu nehmen auf die Verhältnisse am Kapitalmarkt. Wenn öffentliche Aufträge in Höhe von RM. 15 Milliarden, auf einen Zeitraum von 5 Jahren verteilt, vergeben werden sollen, so kann das Schatzamt nicht an der normalen Praxis festhalten, im Aufschwung die innere Staatsverschuldung aus dem vermehrten Steueraufkommen abzubauen, um für kommende Zeiten Raum zu schaffen für die Aufnahme von Kredit durch neue Anleihen; es muß vielmehr schon im Aufschwung beträchtliche Kapitalbeträge durch Auflegung von Anleihen aus der Wirtschaft herausziehen. Die Methode der kurzfristigen Zwischenfinanzierung, die in Deutschland zur Anwendung gelangte, kommt in England deshalb nicht in Frage, weil an der Stabilisierung der Währungsverhältnisse ein überwiegendes Interesse besteht, das durch eine künstliche Erweiterung des Kreditvolumens gefährdet werden könnte. Das vom Staat benötigte Anleihekapital ist jedoch nur dann aufzubringen, wenn das Vertrauen des Publikums in Rentenwerte dauernd aufrecht erhalten wird. Deshalb kommt der Kurspflege durch die Offene Markt-Politik eine wachsende Bedeutung zu.

Die Bank von England ist nun freilich nicht in der Lage, beim Ankauf von Staatspapieren den Gesichtspunkt der Kursstützung allzusehr in den Vordergrund zu stellen; denn in erster Linie wirkt sich ja eine Ankaufsaktion am Geldmarkt aus und dort würde sie, wenn die Wahl des geeigneten Zeitpunktes und die Einhaltung bestimmter quantitativer Beschränkungen unberücksichtigt bliebe, auf den Konjunkturaufschwung ungünstig einwirken. Je mehr man sich der Vollbeschäftigung nähert, desto größer wird die Gefahr, daß durch eine Erweiterung des Kreditvolumens inflatorische Preissteigerungen eintreten. Es hängt daher sehr viel davon ab, daß die Zentralnotenbank rechtzeitig mit dem Wertpapierankauf am offenen Markt aufhört, da hierdurch die Bereitwilligkeit der Banken, kurzfristige Kredite zu gewähren, allzuleicht eine ungesunde Übertreibung erfahren kann.

In diesem Zusammenhang ist auch zu bedenken, daß eine Verflüssigung des Geldmarktes durch Offene Markt-Politik und die damit verbundene Senkung der Zinssätze die Spekulation an der Börse erleichtert, was dem Plan der Staatsführung, möglichst viel Kapital zur Finanzierung der staatlichen Investitionen heranzuziehen, zuwiderläuft. Durch die Börsenspekulation würde privates

Kapital vom Rentenmarkt abgelenkt und den Aktien zugeführt werden. Die reibungslose Unterbringung der weiteren Rüstungsanleihe könnte dadurch vereitelt werden. Weiterhin könnte durch starke spekulative Tätigkeit eine Hausse in bestimmten Stapelgütern, insbesondere Rohstoffen herbeigeführt werden, wodurch für die Kostengestaltung des Rüstungsprogrammes völlig veränderte Grundlagen geschaffen würden und unter Umständen dessen Durchführbarkeit in dem vorgesehenen Umfang unmöglich würde.

Im Interesse der Finanzierung staatlicher Aufträge sollte die Bank von England die Spekulation nach Möglichkeit erschweren. Sie kann gegebenenfalls von dem Mittel der Diskonterhöhung Gebrauch machen oder durch Verkäufe am offenen Markt eine gewisse Kreditkontraktion herbeiführen. Nach der neuerdings herrschenden Auffassung von der konjunkturpolitischen Aufgabe der Notenbank wäre eine Versteifung des Zinssatzes unter allen Umständen zu vermeiden. Soweit eine Zügelung von Aufschwungssymptomen, wie sie die Übertreibung der Spekulation darstellt, unvermeidlich ist, darf dies nur durch Verknappung des Geldangebotes mit Hilfe von Wertpapierverkäufen durch die Notenbank erfolgen. Mit dem Erfordernis der Kurspflege ist gerade dieser zweite Weg unvereinbar.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die Bank von England auf dem indirekten Weg über die Offene Markt-Politik weder unmittelbar genug noch rasch genug am Kapitalmarkt durchgreifen kann, um die Gefahr eines Rückschlages zu bannen, der durch das Nachlassen des Vertrauens des Sparerpublikums in die Sicherheit öffentlicher Emissionen hervorgerufen werden könnte. Eine Gewähr für die Konsolidierung und Weiterführung des Aufschwungs, der durch die Aktion zur Verbilligung des kurzfristigen Kredites und durch staatliche Investitionen in Gang gebracht worden ist, ist erst dann gegeben, wenn die Versorgung der Wirtschaft mit den erforderlichen mittel- und langfristigen Krediten sichergestellt wird. Hierzu scheint bei der heutigen Struktur des englischen Kapitalmarktes die Hilfsstellung der Bank von England dringend nötig zu sein.

In der nachfolgenden Darstellung der Maßnahmen, die unter der Führung der Bank von England ergriffen worden sind, um auf direktem Weg am Kapitalmarkt Ordnung zu schaffen und bestehende Lücken auszufüllen, ist nur die Finanzierung der englischen Industrie berücksichtigt. Bei der überragenden Bedeutung des in-

dustriellen Sektors der englischen Wirtschaft gegenüber dem landwirtschaftlichen, ist ja auch die Entwicklung der englischen Industrie für den Konjunkturablauf ausschlaggebend. Daß sich die Bank von England bemüht hat, auch der notleidenden Landwirtschaft den Zugang zum Kapital zu erleichtern, beweist, daß ihre neuen kapitalmarktpolitischen Maßnahmen durchaus von einer konstruktiven, die Gesamtwirtschaft umfassenden Idee getragen sind.

Im Mac Millan Report[1]) wird darauf hingewiesen, daß der englische Kapitalmarkt, soweit es sich um langfristige Investitionen im Ausland handelt, ganz hervorragend organisiert ist.

Emissionshäuser, die mit großem Eigenkapital und reicher Erfahrung ausgestattet sind, vermitteln den englischen Kapitalisten, die ihre Mittel im Ausland investieren wollen, sichere und rentable Kapitalanlagen. Zu den bekanntesten zählen: Schröder, Hambros, Higginson, Lazard, Erlanger und Rothschild. Erst seit 1931 wandten sie sich notgedrungen auch dem heimischen Kapitalmarkt zu, weil der Kapitalexport nach dem Ausland mehr und mehr zurückging.

Von einer Organisation des heimischen lang- und mittelfristigen Kredites, wie sie Deutschland in dem System der gemischten Banken besitzt, kann demgegenüber bis zum Jahr 1931 keine Rede sein. Emissionen der englischen Industrie am Binnenmarkt wurden lediglich von zwei Emissionshäusern, die als erstrangig angesehen werden können, durchgeführt.

Auch heute noch obliegt die Durchführung einer Emission im Wesentlichen der Gesellschaft selbst, die das Kapital benötigt. Börsenmakler (stockbroker) vermitteln kein Kapital, sondern unterstützen den Unternehmer durch ihre Kenntnis der Verhältnisse am Kapitalmarkt bei der Unterbringung und Einführung seiner Aktien und übernehmen die hiezu erforderlichen finanztechnischen Vorarbeiten. Oft bedient sich die emittierende Gesellschaft zur Unterbringung ihrer Aktien kleiner, unbedeutender Finanzgruppen, der Garantiesyndikate, die sich verpflichten, diejenigen Stücke, welche nicht im Publikum untergebracht werden können, zu einem bestimmten Kurs selbst zu übernehmen. Häufig werden solche Garantiesyndikate erst ad hoc geschaffen für den Zweck der Gründung eines neuen oder Erweiterung eines bereits bestehenden Unternehmens.

---

[1]) a. a. O. Chapter 4, Proposals Relating to the Capital Market for Home Investments, S. 161.

Zahlreich sind die Finanzgesellschaften (Finance Company) — vielfach bezeichnen sie sich auch als Trustgesellschaften —, die sich als Agenten, Gründer und Garanten bei Ausgabe von Aktien und Obligationen betätigen, daneben jedoch auch, wie aus dem Memorandum solcher Gesellschaften hervorgeht, eine ganze Reihe finanzieller Transaktionen vornehmen, die mit der Emission und Anlage von Aktien und Obligationen nichts mehr zu tun haben. Gegenüber der Emission durch den Unternehmer selbst stellt ihre Tätigkeit zwar eine Vereinfachung und Verbesserung des Verfahrens der Kapitalbeschaffung dar, insbesondere deshalb, weil es ihnen möglich ist, die Unterbringung der zu emittierenden Effekten auf einen langen Zeitraum zu verteilen; aber bei einem Vergleich mit den deutschen Verhältnissen erweisen sie sich doch nur als „Notlösung" zur Ausfüllung einer für die Entwicklung der englischen Industrie sehr nachteiligen Lücke. Sie haben weder die eingehenden Spezialkenntnisse der Kreditwürdigkeit der einzelnen Unternehmungen eines bestimmten Wirtschaftszweiges oder bestimmter Wirtschaftsbezirke, die den deutschen Banken aufgrund ihrer laufenden Geschäftsbeziehungen zu industriellen Unternehmungen zufließen, noch stehen ihnen die großen Mittel zur Übernahme von Effekten zur Verfügung, mit denen deutsche Banken und Übernahmekonsortien an das Emissionsgeschäft herangehen.

Soweit die Finanzgesellschaften ihre eigenen Mittel in bereits emittierten Effekten anlegen, zum Zweck der Pflege und Bewirtschaftung solcher Werte, gleichen sie in ihrer Tätigkeit den Investment Trusts, die am englischen Kapitalmarkt eine wichtige Rolle spielen, neuerdings in der Abart der Unit-Trusts. Hanns Linhardt gibt in seiner Monographie über die britischen Investments Trusts folgende Definition:

> „Der Investment Trust ist eine Unternehmung zur Bewirtschaftung von Effekten auf Ertrag; sein Kapital wird durch Ausgabe von Effekten aufgebracht und nach bestimmten Grundsätzen in Effekten angelegt."

Dabei soll erreicht werden, daß durch die Mischung der verschiedensten Wertpapiere, in denen der Trust seine Mittel anlegt, das Verlustrisiko, das mit dem einen oder anderen Papier verbunden ist, soweit ausgeglichen wird, daß auch riskante Werte, die im allgemeinen eine höhere Dividende abwerfen als die erstklassigen Papiere, in den Kreis der bewirtschafteten Effekten mit einbezogen werden können.

Um von der Bedeutung der Investment Trusts, die teilweise überschätzt wird, zahlenmäßig eine Vorstellung zu geben, sei hier nur darauf hingewiesen, daß nach Schätzungen englischer Wirtschaftskreise im Jahre 1928 beispielsweise nur etwa 4% der gesamten britischen Kapitalanlage im Ausland von Investment Trusts verwaltet wurden. Da aber der größere Teil der Mittel der Investments Trust in Auslandswerten angelegt wird, kann es sich bei dem Anteil der Investment Trusts an der gesamten britischen Kapitalanlage im Inland nur um einen entsprechend niedrigeren Prozentsatz handeln.

Einen neuen Auftrieb haben die Investment Trusts in den letzten Jahren in der Form des Unit Trust erhalten. Der Unit Trust unterscheidet sich von seinem Vorgänger dadurch, daß er keine eigenen Aktien ausgibt, sondern sich das benötigte Kapital durch Ausgabe von Zertifikaten auf bestimmte Einheiten der bewirtschafteten Effekten beschafft. Diese Anlage-Einheiten, Units genannt, sind teilweise nach branchenmäßigen oder regionalen Gesichtspunkten zusammengestellte Effektengruppen, deren Zusammensetzung dem Publikum bei der Aufforderung zur Zeichnung von Untereinheiten (Sub-Unit) bekanntgegeben wird. Ursprünglich sollten die Einheiten für einen längeren Zeitraum von 10 bis 20 Jahren unveränderlich sein; daher nannte man die Trusts „Fixed Trusts". Neuerdings erwies es sich aber doch als notwendig, der Direktion des Trusts einen größeren Spielraum in der Auswahl der zu erwerbenden Effekten zu gewähren; deshalb ist man von der Form des „Fixed Trust" zum „Flexible Trust" übergegangen, der schon wieder mehr Ähnlichkeit mit dem Investment Trust alten Stiles hat. Bemerkenswert ist ferner, daß auch die Investment Trusts, ähnlich den Finanzgesellschaften Kredite zu Verfügung stellen, insbesondere da, wo sie zur Vorbereitung und Unterbringung neuer Emissionen erforderlich sind.

Wenn man der Frage der mangelhaften Organisation und Lückenhaftigkeit des englischen Kapitalmarktes auf den Grund gehen wollte, so wären die Beziehungen zwischen der englischen Industrie und den englischen Banken in ihrer historischen Entwicklung von Anbeginn an aufzuweisen. Im Rahmen dieser Abhandlung können natürlich nur die Grundzüge dieser Entwicklung angeführt werden. Der Aufbau der englischen Industrie geht auf eine Anzahl verhältnismäßig kleiner, in der Regel von einzelnen Privatunternehmern ins Leben gerufene Gesellschaften zurück. Das nötige

Eigenkapital wurde in der Regel von den Unternehmern selbst gestellt, weshalb die Mitwirkung von Kreditinstituten nicht nötig war. Vom Standpunkt einer konjunkturell orientierten Kreditpolitik aus bedeutet dieser Start einen Nachteil für die englische Industrie. Sie entbehrte auch späterhin die tatkräftige Mitwirkung der großen Kreditbanken. Was das für England heißen mußte, zeigt die Gegenüberstellung der deutschen Entwicklung. Hier entfaltete sich die Industrie von Anfang an in engster Zusammenarbeit mit den Banken, die sich nicht nur darauf beschränkten, Finanzierungspläne auszuarbeiten, die Höhe des zu emittierenden Kapitals und die Form der Emission zu bestimmen und diese technisch durchzuführen, sondern die in vielen Fällen einen großen Teil der Aktien oder Gesellschaftsanteile in ihr Wertpapierportefeuille übernahmen, um sie zunächst als eigene Beteiligung zu führen unter dem Vorbehalt einer späteren Emission. Dieses System der Vereinigung von Emissions- und Gründungsgeschäft in der Hand der Kreditbanken zwang die Banken in ihrem eigenen Interesse, die Entwicklung der Industrie zu verfolgen und erforderlichenfalls lang- und mittelfristige Kredite zur Verfügung zu stellen.

Wenn der Mac Millan Report weiterhin feststellt, daß der Aufschwung von Handel und Industrie in England mit der Weltwirtschaftsentwicklung nicht Schritt gehalten hat, so sieht er die Ursache hierfür in erster Linie darin, daß die Zurverfügungstellung von Kapitaldisposition auf längere Sicht völlig unzulänglich ist. Das Vordringen der Bank von England auf dem Kapitalmarkt datiert eigentlich erst von dem Zeitpunkt an, in dem der Mac Millan Report mit seinen Forschungsergebnissen auf die Lücken in der englischen Kapitalmarktverfassung hingewiesen hatte. Die Maßnahmen, die die Bank von England ergriff, können unter zwei Gesichtspunkten betrachtet werden: Einerseits waren bestehende Unternehmungen zu sanieren, andererseits mußten Einrichtungen geschaffen werden, um die Lücken im Aufbau des langfristigen Kreditsystems auszufüllen.

a) Maßnahmen der Sanierung.

Über die Notwendigkeit von Subventionen einzelner notleidender Großunternehmen und ganzer Industriezweige und über das Ausmaß der Sanierungsmaßnahmen unter direkter staatlicher Mithilfe gingen die Meinungen zunächst auseinander. Man verwies auf die traditionelle Haltung der englischen Kreditbanken, die der englischen Industrie in der Vorkriegszeit keineswegs zum Nachteil gereicht sei und man verurteilte ein direktes Eingreifen der Bank

von England von vorneherein mit dem Hinweis darauf, daß die Bank von England „Währungsbank", aber nicht „Wirtschaftsbank" zu sein habe. Erst auf Grund der klaren Ergebnisse des Mac Millan Reports setzte sich die gegenteilige Auffassung durch, daß die veränderten Verhältnisse die Aufgabe veralteter Prinzipien rechtfertigte. In einem im „Statist" vom 31. Mai 1930 veröffentlichten Artikel: „Banks and Industrial Reorganisation" findet sich folgende Begründung: Vor 45 Jahren war es das Beste, was der Country Banker tun konnte, wenn er sich von einem Unternehmen, das nur durch Verlängerung bereits gewährter Bankkredite und durch Neuverschuldung aufrecht erhalten werden konnte, zurückzog. Dadurch sicherte sich der Bankier vor Verlusten und hielt seine Liquidität aufrecht, was seinen übrigen Kunden zu Gute kam. An die Stelle des liquidierten Unternehmens trat sofort ein neuer Betrieb, der auf Grund einer vorteilhafteren Kombination der Produktionselemente einen größeren Ertrag abwerfen konnte. Heute würde ein derartiges Verhalten, das einer orthodoxen, theoretischen Einstellung entspricht, unerträglich sein. Es würden dadurch nicht nur einzelne Unternehmen vernichtet, sondern ganze Industriezweige. Darüber hinaus würden die Banken, wenn sie große Industriegruppen mit hoher Bankverschuldung unter den Hammer des Auktionotars brächten, sich selbst Verluste in beträchtlichem Ausmaß zufügen. Die gegenwärtige Lage der Industrie in England erfordert eine mehr aufbauende Haltung auf Seite der Banken.

So weit die Ausführungen des „Statist". Die Bank von England und die Joint Stock Banken leisteten diesem Ruf folge. Da die Bank von England in diesem Fall gewissermaßen im Auftrag des Staates handelt, erstrecken sich ihre Sanierungsmaßnahmen auf solche Industriezweige, für die der Staat ein besonderes Interesse hat, sei es, daß sie mit der Rüstungsindustrie in Zusammenhang stehen, oder daß sie geeignet sind, die englische Wirtschaft von der Versorgung mit Gütern aus dem Ausland unabhängig zu machen; Autarkiebestrebungen setzen sich ja nicht von selbst in der Privatwirtschaft durch, sondern bedürfen einer entsprechenden Unterstützung durch den Staat.

Nachstehend werden einige Beispiele für das Vorgehen der Bank von England zum Zweck der Sanierung aufgeführt[1]). Die Bank

[1]) Vergleiche Evelyn Thomas: British Banks and the Finance of Industry, London, 1931.

von England sanierte die Sir. W. G. Armstrong & Co. Ltd. in der Weise, daß sie dieser Gesellschaft ein langfristiges Darlehen gewährte, mit dem es ihr möglich war, Schuldverschreibungen in Höhe von 4 871 986 Pfund zuzüglich rund 450 000 Pfund an Zinsen einzulösen. In der gleichen Weise ermöglichte die Bank von Enlgand die Reorganisation der Glasgower Stahlwerke, William Beardmore & Co. Ltd. In beiden Fällen handelt es sich um Unternehmungen, die für die Rüstungsindustrie von Bedeutung sind. Unter dem Autarkie-Gedanken stand die Subvention der unter Führung der Bank von England gegründeten Lancashire Cotton Corporation: Hier wurde beabsichtigt, die amerikanische Textilgruppe der Baumwollindustrie von Lancashire durch die Fusion einer großen Anzahl kleinerer Unternehmungen zu einem großen Konzern auf gesunde Basis zu stellen. Das Ergebnis dieser Maßnahme war, daß ein Jahr nach der Gründung der Korporation 75 Gesellschaften, die 7 250 000 Spindeln und rund 20 000 Webstühle besaßen, konzernmäßig zusammengeschlossen wurden.

Die Bank von England ist durch statutarische Vorschriften nicht daran gehindert, sich Tochtergesellschaften anzugliedern, sei es durch Neugründung, oder Übernahme von oder Beteiligung an bestehenden Unternehmungen. Es ist daher möglich, der Industrie, die gewisse Kreditarten dringend benötigt, zu helfen.

Auch die Joint Stock Banken haben in der gleichen Richtung wie die Bank von England, insbesondere in der Kohle-, Eisen- und Stahl-Industrie bei Fusionen zum Zweck der Rationalisierung Hilfsdienste geleistet. Sobald es sich jedoch zeigte, daß Kredite, die der Industrie gewährt worden waren, einfroren und dadurch gegen den Willen der Kreditbanken langfristig wurden, trat der Unterschied zwischen dem deutschen und dem englischen System klar zutage. Während in Deutschland die Beteiligung der Großbanken an der Industrie in der Regel nicht zu Verlusten geführt hat, war für England eine Ausdehnung des Industriekredites nach Art der kontinentalen Geschäfte zu riskant. Die Befürchtungen der englischen Großbankleiter wurden auch durch die Krisen bekräftigt, die die italienischen Banken mit dem Eindringen in die Industrie erlitten. Auch das französische System hielt man auf englischer Seite dem deutschen gegenüber; denn auch in Frankreich hat die Vermischung von Depositengeschäft und Industriefinanzierung zum Zusammenbruch von Banken geführt, so daß heute die Funktionen der Banques de Depôt und der Banques d'Affaires klar voneinander geschieden werden.

b) Maßnahmen zum Aufbau einer zweckmäßigen Kapitalmarktorganisation.

Den sporadischen Sanierungsmaßnahmen der Bank von England stehen die Bestrebungen gegenüber, die Lücken, die die englische Kapitalmarktverfassung charakterisieren, durch entsprechende Sonderinstitute auszufüllen. An erster Stelle ist der Securities Management Trust zu nennen. Er wurde am 20. April 1929 als private Gesellschaft ins Leben gerufen mit einem autorisierten Kapital von 1000 Pfund in Aktien zu je 1 Pfund. Der Vorsitzende der Gesellschaft ist der Gouverneur der Bank von England. Zweck der Gesellschaft ist die „Erforschung und Beratung in allen finanziellen, industriellen und wirtschaftlichen Fragen". Der Trust soll sich jeweils einschalten, wenn in Boards, Committees und sonstigen Sitzungen über die Subvention der Industrie Beschlüsse zu fassen sind. Er soll also gewissermaßen Aufgaben übernehmen, die die mit dem Emissionsgeschäft vertrauten deutschen Banken seit langem von sich aus durchführen. Die Auswahl der ersten Direktoren des Trusts zeigt, daß man in erster Linie an die Rationalisierung der englischen Rohstoffgüterindustrien dachte. Unter den leitenden Männern waren vertreten:

Der Direktor von Vickers-Armstrong, der Leiter der Pearson and Knowles Coal and Iron Company, der Direktor der Lancashire Cotton Corp., der Chairman des Central Electricity Board und Montague Collet Norman, der Gouverneur der Bank von England. Ev. Thomas faßt die Aufgabe des Trusts folgendermaßen zusammen: „Der Trust ist das Mittel, durch welches die reichen Quellen von Kapital und persönlicher Erfahrung, die die Bank von England besitzt, mit den Mitteln anderer Kreditinstitute in Verbindung gebracht werden können zum Zweck einer engen Zusammenarbeit zwischen Finanz und Industrie. Darin liegt die Gewähr, daß neues Kapital, welches der Industrie zugeführt wird, auch wirksam arbeitet und einen dauernden Ertrag abwirft."

Der Trust ist kein eigentliches Finanzierungsorgan. Die Finanzierung bleibt anderen Instituten überlassen, die sich auf die Unterstützung und immaterielle Hilfe des Trust verlassen können; der Trust selbst soll nur die Verbindungslinie zwischen der Projektierung und der Ausführung möglicher und notwendiger Investitionen ziehen. Auf diese Weise hat die Bank von England eine Gesellschaft gegründet, durch die es ihr möglich ist, auf industrielle Neuanlagen einen Einfluß auszuüben, der anderen Gesellschaften nicht möglich wäre. Dabei ist sich die Bank von England bewußt,

gehört und deshalb hat sie diese Tochtergesellschaft gegründet, die als selbständige juristische Person im Dienst der Bank von England arbeitet.

Aus der Tätigkeit des Trusts sei der Aufbau des Lancashire Steel Trut als Beispiel angeführt. Dieser Trust wurde im Mai 1930 gegründet zum Zweck der Rationalisierung und Konzentration einer Reihe von Hütten- und Stahlwerksbetrieben größerer Bergwerksgesellschaften in Lancashire. In diesem Fall übernahm der Securities Management Trust die ganze Serie B-Aktien zu 500 000 Pfund, erhielt dadurch den Mehrheitsbesitz an dem Trust und stellte die ersten Direktoren. Da der Gouverneur der Bank von England zugleich Chairman des Sec. Man. Trustes ist, kontrolliert die Bank von England de facto die Tätigkeit des Lancashire Steel Trustes.

Mit der Gründung des Sec. Man. Trustes unternahm die Bank von England einen ersten Versuch, auf dem Gebiet der langfristigen Kreditversorgung die Initiative zu ergreifen. Die finanzielle Basis des Trustes war zu unbedeutend, als daß er in eigener Regie größere Rekonstruktionsmaßnahmen hätte durchführen können. Erst als die Bank von England eine Verständigung mit den Finanzkreisen der City herbeigeführt hatte, war es möglich, umfangreiche Kapitalmittel für die Dauerfinanzierung der Industrie verfügbar zu machen. Im Jahr 1930 wurde die Bankers Industrial Development Company in folgendem abgekürzt B. I. D. C. gegründet. Von dem Gesamtkapital von 6 Millionen Pfund wurden von der City, d. h. von allen bedeutenden Aktienbanken und Trustgesellschaften 4 500 000 Pfund A-Aktien gezeichnet; 1 500 000 Pfund B-Aktien übernahm der Sec. Man. Trust. Da die B-Serie mit dreifachem Stimmrecht ausgestattet war, besteht praktisch ein Stimmrechtverhältnis von 50 zu 50. Der Gouverneur der Bank von England wurde zum Chairman auch dieser neuen Gesellschaft ernannt. Von ihr wurde im Laufe der Jahre eine Reihe von Development Boards zur Förderung der verschiedensten Industriegebiete errichtet, die mit ihrer Tätigkeit bei der Industrie durchaus Anklang gefunden haben. Die Development Boards erforschen die wirtschaftliche Struktur eines bestimmten regionalen Gebietes und sind dann in der Lage, die begonnenen Ergebnisse propagandistisch auszuwerten. Sie geben Interessenten Aufklärung über die Zweckmäßigkeit, bestimmte Unternehmen zu errichten, oder bestehende Werke zu erweitern. Sie liefern genaue Daten über die Grundstücks-

verhältnisse, den Arbeitsmarkt, die Absatzmöglichkeiten in einem Gebiet und gewähren finanzielle Beihilfen, die der Staat durch ihre Vermittlung für die Investitionszwecke bereit stellt. Die Zusammenarbeit solcher Development Boards mit den einzelnen von ihnen betreuten Industrieunternehmungen soll gelegentlich so weit gehen, daß unter der Leitung des Board Untersuchungen über die Qualität der örtlich vorhandenen Rohstoffe auf Wunsch durchgeführt werden; sie sollen ferner einzelnen Firmen sogar ihre Erfahrungen zur Verfügung stellen, um diesen den Absatz ihrer Erzeugnisse zu erleichtern.

Ein Beispiel, wie von den Development Boards planmäßig die industrielle Erschließung des Landes — und zwar vor allem für typische Mittelbetriebe — vorangetrieben wird, bilden die „Trading Estates". Industriegelände wird für die Niederlassung von Fabriken und Werkstätten baureif gemacht, indem sie auf Kosten des Board mit Verkehrswegen, Gleisen, Gas-, Wasser- und Kraftanlagen ausgerüstet werden. Es sind Fälle bekannt, in denen sogar schon fertige Fabrikgebäude hergestellt wurden, die dann zum Kauf oder zur Pacht angeboten werden. In der Regel handelt es sich um Gemeinschaftsleistungen, die unter Führung der öffentlichen Stellen (Development Boards) von privater Seite unter finanzieller Mitwirkung der B. I. D. C. zum Zweck der Ausnützung der vorhandenen nationalen Produktionsfähigkeit vollbracht werden. Da England immer noch „Notstandsgebiete" besitzt, denen der allgemeine Konjunkturaufschwung noch keine Beseitigung der Arbeitslosigkeit gebracht hat, bedeuten diese planmäßigen Gemeinschaftsleistungen Maßnahmen im Rahmen der Konjunkturpolitik am Kapitalmarkt, die natürlich nur dann einen Sinn haben, wenn sie, wie das bei der Tätigkeit der Development Boards der Fall ist, von einer zentralen Stelle aus inauguriert und dauernd überwacht werden. Diese zentrale Leitung liegt bei der Bank von England, die die Verantwortung für die Verwaltung der Mittel der B. I. D. C. trägt. Man sollte nicht übersehen, daß hier der englischen Wirtschaft neue Wege gewiesen werden, die gerade im Hinblick auf die Vernachlässigung der mittleren Industrieunternehmungen eine gewisse Beachtung verdienen, wenn es sich um Fragen der Bereitstellung von Investitionskrediten handelt.

Im Mac Millan Report war darauf hingewiesen worden, daß es den kleinen Unternehmungen in Industrie und Handel nicht möglich sein könne, mit den Erfordernissen einer aufwärts strebenden

Wirtschaft Schritt zu halten; denn dazu fehle es an den erforderlichen mittel- und langfristigen Krediten in hinreichendem Ausmaß. Wenn auch die privaten Kreditbanken gewillt waren, an die Lösung dieses Problems heranzutreten, so konnte doch von ihrer Seite her keine praktische Lösung vorgeschlagen werden, weil die Kreditbanken diese Fragen zunächst einmal unter dem Gesichtspunkt ihrer eigenen Liquidität beurteilen mußten. Den ersten praktischen Beitrag leistete die Bank von England mit der in das Jahr 1934 fallenden Gründung des Credit for Industry Ltd. Dieses reine Finanzierungsinstitut verdankt seine Entstehung der Initiative des United Dominion Trust. Diese unter dem Einfluß der Bank von England stehende Gesellschaft war schon im Jahr 1922 zur Finanzierung des Konsums durch Ausbau des Systems der Abzahlungskäufe nach den Theorien von Gibson Jarvie gegründet worden. Sie kam später kapitalmäßig ganz unter den Einfluß der Bank von England.

Satzungsgemäß ist es der Zweck des Credit for Industry, kleine Betriebe und mittlere Unternehmungen aller Art durch Finanzierung zu fördern. Ausgenommen ist nur die Finanzierung neuer Erfindungen und der Erwerb bereits bestehender Unternehmungen. Es ist weiterhin Vorsorge getroffen, daß die neue Gesellschaft nicht mit den Banken in Wettbewerb tritt auf Gebieten, die bereits zum Arbeitsbereich der Banken gehören. Unter diesen Kautelen kann die Gesellschaft Darlehen bis zur Höhe von 50 000 Pfund[1]) für einen Zeitraum von 2 bis 20 Jahren gewähren.

Die Sonderaufgabe dieses neuen Kreditinstitutes kann nur auf der Basis enger Zusammenarbeit zwischen dem Institut und dem von ihm betreuten Sektor der englischen Wirtschaft mit Aussicht auf Erfolg in Angriff genommen werden und dazu bedarf es insbesondere der Mitarbeit der Aktienbanken, die auf Grund ihrer bereits bestehenden kurzfristigen Kreditverbindungen mit diesen Kreisen die nötigen Erfahrungen über die Bonität der kreditsuchenden Unternehmungen besitzen. Das Gelingen hängt zum Teil davon ab, ob die Bank von England die Aktienbanken veranlassen kann, ihre Sonderinteressen im Einzelfalle zurückzustellen und ihre Kunden dem neuen Unternehmen, dem Credit for Industry zuzuführen. Letzterer ist in der Lage, durch Ausgabe von Obligationen langfristig und unter Berücksichtigung der gesamtwirtschaft-

[1]) cf. den Artikel „Credit for Industry" im Economist, Banking Supplement v. 12. Mai 1934, S. 6 ff.

lichen Zweckmäßigkeit Kapitaldisposition zur Verfügung zu stellen oder eventuell zu versagen, während die Kreditbanken nur unter erheblich größerem Risiko mit kurzfristigen Mitteln den vorhandenen Kapitalmangel zeitweise überbrücken könnten.

Auf Grund der bisher vorliegenden Ergebnisse läßt sich noch kein abschließendes Urteil über die Maßnahmen der Bank von England zur Sanierung bestehender Unternehmungen und über den Wert der unter ihrer Führung gegründeten Gesellschaften zur Organisation des Kapitalmarktes; dazu trägt diese neue Art der Kapitalmarktpolitik zu sehr den Stempel der Erstmaligkeit und dazu ist auch unser zeitlicher Abstand von ihr zu gering. Es läßt sich nicht sagen, ob dieser neue Aufgabenbereich der Bank von England geeignet ist, ihre konjunkturpolitische Führerstellung auf die Dauer zu festigen. Zudem fallen ja die bisherigen Leistungen dieser die Industrie teils beratenden, teils finanzierenden Trusts in die Phase der Depression und des Wiederaufschwungs des Wirtschaftslebens. Sie waren in erster Linie für die Projektierung und Durchführung neuer Investitionen, sei es zum Zweck der Erweiterung, sei es zur Rationalisierung tätig, wobei sie sich auf reichlich vorhandene Kapitaldisposition stützen konnten. Die Bank von England muß erst noch den Nachweis erbringen, daß sie ihre neuartigen Dienste finanzieller Beteiligung an dem Schicksal gewisser Industriezweige im Hinblick auf den Zeitraum, in dem sie solche Maßnahmen auf dem Weg über ihre Tochtergesellschaften ergreift, richtig zu begrenzen weiß, und daß sie andererseits auch in der Auswahl der zu fördernden Unternehmungen sich von richtigen konjunkturpolitischen Gesichtspunkten leiten läßt. Dafür werden sich erst aus den Bilanzergebnissen der subventionierten Unternehmungen in Zeiten rückläufiger Wirtschaftstätigkeit Anhaltspunkte ergeben.

Es wäre also zu früh, wenn man schon jetzt sagen wollte, daß hier Einrichtungen von Dauer geschaffen worden sind. Wahrscheinlich würde man aber der Bedeutung der neuen Methoden nicht gerecht, wenn man ins andere Extrem fallend, ihre Daseinsberechtigung und damit auch ihre Lebensdauer nur von der Erfüllung des gegenwärtig so vordringlichen, einmaligen Rationalisierungsprogramms abhängig machen würde.

Schlußwort.

Wenn man die verschiedenen Methoden, die die Bank von England sowohl am Geldmarkt, als auch am Kapitalmarkt ausgearbeitet hat, in ihrer Gesamtheit den verhältnismäßig einfachen und klaren Funktionen gegenüberstellt, die sie vor dem Krieg auszuführen hatte, so wird man die in der Einleitung aufgeworfene Frage, ob sich die Bank von England von einer Währungsbank zu einer Wirtschaftsbank entwickelt habe, bejahen müssen. Freilich liegt darin noch kein endgültiges Werturteil, denn es kommt nicht nur darauf an, daß die Bank von England im Stande ist, die Initialzündung für die Steigerung der Produktionstätigkeit zu geben. Von einer echten konjunkturpolitischen Führerstellung kann man erst dann sprechen, wenn die beiden Hebel, die zur Konjunkturstabilisierung erforderlich sind, nämlich großzügige Förderung einer aus der Depression sich befreienden Wirtschaft und energischer Widerstand gegenüber den gefährlichen Übertreibungstendenzen, gleich stark wirken. Mit empirischen Daten läßt sich nicht nachweisen, daß diese Voraussetzung bei der Bank von England gegeben ist. Vorläufig wissen wir nur, daß es ihr gelungen ist, mit Hilfe der Politik billigen Geldes, die kreditären Grundlagen für die Überwindung der Krise zu schaffen und einen von Staatsaufträgen maßgeblich beeinflußten Konjunkturaufschwung finanziell zu begünstigen. Voraussagen auf Grund theoretischer Erkenntnisse aber haben in volkswirtschaftlichen Dingen stets einen sehr geringen Wahrscheinlichkeitsgrad; das gilt besonders dann, wenn die für die Entwicklungsrichtung wesentlichen Entscheidungen nicht von gegebenen wirtschaftlichen Verhältnissen vorgezeichnet sind, sondern unabhängig von theoretischen oder traditionellen Rücksichten gefällt werden können. Lutz[1]) schreibt einmal: „Die Weisheit der Goldwährung liegt darin, daß die Vernunft gewissermaßen in den Dingen wirkt und die Menschen sich von dieser Vernunft der Realitäten nur leiten zu lassen brauchen." Heute könnte man in freier Abwandlung dieses Satzes umgekehrt sagen: Das Schicksal der manipulierten Währung und damit auch die konjunkturpolitische Machtposition der Bank von England liegt einzig und allein darin beschlossen, daß die verantwortlichen Männer die Realitäten erkennen und mit Vernunft ihre Entscheidungen darnach treffen.

[1]) F. Lutz: Goldwährung und Wirtschaftsordnung. Weltwirtschaftliches Archiv 1935, Seite 233.

Literaturverzeichnis.

Bagehot, Walter:	Lombardstreet. A description of the Money Market. London 1920.
Bortkiewicz, L. v.:	Ursachen einer vermehrten Wirkung des vermehrten Geldumlaufs auf das Preisniveau. Schr. d. Ver. f. Sozialp. 170 Bd. 1925.
Dessauer, Marie:	Die Big Five. Leipzig 1936.
Gregory, T. E.:	Select Statutes, Documents and Reports relating to British Banking 1832—1928. Oxford-London 1929.
Gregory, T. E.:	The first year of the Gold Standard. London 1926.
Gregory, T. E.:	Die britischen Währungsreformen der Nachkriegszeit und ihre Einwirkung auf die Wirtschaft. Leipzig 1929.
Gregory, T. E.:	The Gold Standard and its Future. London 1932.
Hayek, F. A.:	Die Währungspolitik der Vereinigten Staaten seit der Überwindung der Krise. Zeitschrift für Volkswirtschaft und Sozialpolitik. Bd. 5. 1927. S. 47 fgd.
Hayek, F. A.:	Geldtheorie und Konjunkturtheorie. Wien-Leipzig 1929.
Hayek, F. A.:	Das Schicksal der Goldwährung. Der Deutsche Volkswirt 1931/32 S. 642 fgd.
Höpfner:	Die Bank von England. Königsberg 1934.
Hohlfeld, Hans Herbert:	Die englisch-amerikanischen Geldmarktbeziehungen unter dem Goldstandard. Ein Beitrag zu der Lehre von der Verflechtung großer Geldmärkte. Stuttgart 1936.
Hulftegger, O.:	Die Bank von England. Zürich 1915.
Käppeli, Robert B.:	Notenbankausweis in Theorie und Wirklichkeit. Probleme der Weltwirtschaft. Bd. 48, Jena 1930.
Keynes, J. M.:	Tract on Monetary Reform. London 1923.
Keynes, J. M.:	Vom Gelde (A Treatise on Money). München 1932.
Keynes, J. M.:	Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. München 1936.
Kempster:	Banking, Credit and the Crisis. London 1930.
Krämer, Carl:	Bank von England, Reichsbank und Wallstreet. Leipzig 1929.
Lautenbach, Wilhelm:	Kreditschrumpfung und Kreditausweitung. Die Wirtschaftskurve, Frankfurt 1936. Heft II und III.

Leaf, Walter:	Banking. London 1927.
Linhardt, Hanns:	Die britischen Investment Trust, Wien-Berlin 1935.
Lutz, Friedrich:	Goldwährung und Wirtschaftsordnung. Weltwirtschaftliches Archiv 1935.
Lutz, Friedrich:	Das Grundproblem der Geldverfassung. Stuttgart-Berlin 1936.
Mac Millan Report:	Committee on Finance and Industry. London 1931.
Palyi, Melchior:	Stabilisierung durch Notendruck. Bank-Archiv 1932.
Rosenstiel, Fritz:	Devisenausgleichsfonds, ein neues Mittel der Währungs- und Kreditpolitik. Die Wirtschaftskurve 1935/36, Heft II.
Sarow, Friedrich:	Offenmarktpolitik als Konjunkturfaktor. München 1937.
Schmitt, Alfons:	Kreditpolitik und Konjunkturpolitik in Theorie und Praxis. Jena 1932.
Schumpeter, Joseph:	Kreditkontrolle. Archiv für Sozialw. Bd. 39. 1925.
Somary, Felix:	Bankpolitik. Tübingen. 3. Auflage. 1934.
Thomas, Evelyn:	British Banks and the Finance of Industry. London 1931.
Tolf, Kurt:	Voraussetzungen und Wirksamkeit der Diskontpolitik in England und USA. Königsberg 1932.
Wagemann, Ernst:	Konjunkturlehre 1928.
Wagemann, Ernst:	Moderne Methoden der Kreditpolitik. Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung. 12. Jahrgang 1937/38, Heft 2.
Weber, Adolf:	Depositen- und Spekulationsbanken. München-Leipzig. 4. Auflage 1938.

PILGER
DRUCK